

Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
Санкт-Петербургский государственный университет
Институт «Высшая школа менеджмента»

**РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ И
КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: АНАЛИЗ ВЗАИМОСВЯЗИ**

Выпускная квалификационная работа
студента 4 курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент

РУСТАНОВИЧ Евгении Игоревны

(подпись)

Научный руководитель:
к.ф.- м.н., доцент
БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

(подпись)

Санкт-Петербург
2016

ЗАЯВЛЕНИЕ О САМОСТОЯТЕЛЬНОМ ВЫПОЛНЕНИИ ВЫПУСКНОЙ КВАЛИФИКАЦИОННОЙ РАБОТЫ

Я, Рустанович Евгения Игоревна, студентка 4 курса направления 080200 – Менеджмент (профиль подготовки – Финансовый менеджмент), заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Результативность сделок по слияниям и поглощениям и корпоративное управление: анализ взаимосвязи», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата для последующей передачи в государственную аттестационную комиссию для публичной защиты, не содержится элементов плагиата. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки. Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно содержание п. 9.7.1 Правил обучения по основным образовательным программам высшего и среднего профессионального образования в СПбГУ о том, что «ВКР выполняется индивидуально каждым студентом под руководством назначенного ему научного руководителя», и п. 51 Устава федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» о том, что «студент подлежит отчислению из Санкт-Петербургского университета за представление курсовой или выпускной квалификационной работы, выполненной другим лицом (лицами)».

_____ (Подпись студента)

_____ (Дата)

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	5
Глава 1. РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ	8
1.1. Основные мотивы слияний и поглощений	8
1.1.1. Синергия	10
1.1.2. Экономия за счёт вертикальной интеграции	12
1.1.3. Диверсификация	12
1.1.4. Покупка недооценённых фирм	12
1.2.5. Частные выгоды контроля	13
1.2. Основные участники процесса слияний и поглощений	14
1.3. Этапы процесса слияний и поглощений	15
1.4. Слияния и поглощения в развивающихся странах, в том числе в России	19
1.5. Результативность сделок по слияниям и поглощениям	24
Глава 2. МЕХАНИЗМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	29
2.1. СЕО компании	29
2.1.1. Характеристики СЕО компании	29
2.1.2. «Занятость» СЕО компании	32
2.2. Совет директоров компании	35
2.2.1. Понятие «совет директоров»	35
2.2.2. Состав совета директоров	38
2.2.3. Занятые директора	41
2.3. Взаимосвязь результативности сделок по слияниям и поглощениям и корпоративного управления в компании	45
Глава 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ И КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В КОМПАНИИ	49
3.1. Краткосрочный и долгосрочный эффект от сделок M&A	49
3.1.1. Методология первого этапа исследования	49
3.1.2. Формирование выборки и описательная статистика переменных	51

3.1.3. Результаты.....	53
3.2. Взаимосвязь занятости CEO и роста компании.....	56
3.3. Взаимосвязь занятости совета директоров и роста компании	58
3.4. Результаты эмпирического исследования.....	60
3.5. Выводы исследования	62
Заключение.....	65
Список использованной литературы	68
Приложение.....	79
Приложение 1. Описательная статистика (из Stata 12).....	79
Приложение 2. Тесты на равенство средних (из Stata 12).....	81
Приложение 3. Результаты оценки параметров модели (1)	83
Приложение 4. Результаты оценки параметров модели (2)	84
Приложение 5. Результаты оценки параметров модели (3)	85
Приложение 6. Результаты оценки параметров модели (4)	86
Приложение 7. Результаты оценки параметров модели (5)	87
Приложение 8. Результаты оценки параметров модели (6)	88

ВВЕДЕНИЕ

С каждым годом существенно увеличивается число сделок по слияниям и поглощениям (сделок M&A), а вместе с ними растет и интерес к данной теме. Тенденция к заключению всё большего количества сделок наблюдается как в США, Канаде и Великобритании, так и в развивающихся странах, в которых число данного рода сделок увеличивается с каждым годом.

В последние годы сделки по слияниям и поглощениям стали одной из главных движущих сил экономического роста. В 2015 году мировой рынок слияний и поглощений достиг своего максимума за всю историю его существования (\$4, 78 трлн.), что превысило рекордный итог 2007 года (\$4, 33 трлн) [KPMG, 2016]. В России, как и в большинстве других развивающихся стран, рынок за последнее десятилетие также вырос [Bertrand, Betschinger, 2012], хотя на него достаточно существенно повлиял кризис последних лет, уменьшив рост данного рынка [Информационное агентство АК&М, 2015]. Однако в первом квартале нынешнего 2016 года рынок слияний и поглощений продемонстрировал впечатляющий прирост: суммарная стоимость сделок выросла в 1,7 раза (до \$5,4 млрд.) по сравнению с \$3,2 млрд. в том же квартале 2015 года, количество транзакций увеличилось в 1,4 раза (до 115 сделок с 84). Средняя стоимость сделки также выросла на 23,7%, до \$46,9 млн. с \$37,9 млн. [Информационное агентство АК&М, 2016].

С каждым годом также возрастает интерес исследователей и практиков к различным аспектам процесса слияний и поглощений: от разного рода механизмов, которые используются для заключения сделки, до процессов в компании, которые происходят в организации после сделки, изменениях в её финансовых показателях, её росте после поглощения или слияния.

Кроме того, в последнее время увеличивается интерес исследователей, практиков и регуляторов к теме корпоративного управления: как в целом, так и в связи с результативность сделок M&A. Уже написано достаточно большое количество исследований, которые направлены на изучение взаимосвязи различных механизмов корпоративного управления и результативности деятельности компании [Dyck, Zingales, 2004; Jiraporn et al, 2008; Hauser, 2014], а в ряде из них исследовалась взаимосвязь именно результативности сделок по слияниям и поглощениям и корпоративного управления в компании [Shivdasani, 1993; Chen, Lai, Chen, 2015]. Однако стоит отметить, что количество работ, направленных на изучении именно последней тематики достаточно маленькое, а в России такие исследований практически отсутствуют. Всё вышесказанное и обуславливает *актуальность* данного исследования.

В данной работе делается попытка ответить на два вопроса исследования: «Какова роль проведенных сделок М&А в дальнейшем росте компании?» и «Какова роль корпоративного управления в результативности сделок по слияниям и поглощениям?». Сформированные вопросы определили основную цель исследования.

Цель выпускной квалификационной работы - выявление взаимосвязи результативности сделок по слияниям и поглощениям и корпоративного управления, а именно наличия в компании занятого генерального директора и занятого совета директоров.

В работе решаются следующие *задачи*:

1. Предоставить обзор классической литературы и современных исследований по сделкам по слияниям и поглощениям, в частности касающихся результативности данного рода сделок;
2. Проанализировать современные исследования и нормативную базу российского законодательства, посвящённые тематике корпоративного управления, в частности множественности занимаемых позиций генерального директора компании и занятости совета директоров;
3. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи результативности сделок М&А и наличия в компании занятого генерального директора и занятого совета директоров;
4. Проанализировать результаты исследования и сделать прикладные выводы.

Структура работы соответствует логике изложенных выше задач и состоит из введения, трёх основных глав, заключения, списка литературы и приложений.

В первой главе даны основные определения, относящиеся к теме слияний и поглощений, разобраны основные участники такого процесса и описаны основные этапы сделок М&А, перечислены основные особенности и тенденции рынка М&А в развивающихся странах, в первую очередь в России, а также показатели результативности сделок по слияниям и поглощениям, выдвинута первая часть гипотез исследования

Вторая глава посвящена анализу современных исследований и нормативной базы российского законодательства по тематике корпоративного управления, в частности занятости генерального директора компании и Совета директоров, а также выдвинута вторая часть гипотез исследования.

Третья глава представляет собой непосредственно эмпирическое исследование. Она включает описание методологии исследования, а также процедуру формирования выборки. Помимо этого, проводится анализ описательной статистики и результатов эмпирического исследования, принимаются решения относительно принятия и отклонения гипотез,

выдвинутых в работе, делаются выводы. Наличие взаимосвязи между результативностью сделок М&А и корпоративного управления, а именно наличия в компании занятого генерального директора и занятого совета директоров, устанавливалось с помощью проведения эконометрического анализа. Анализ выполнен с использованием эконометрического пакета «Stata12».

Объектом исследования являются 43 российские публичные компании отрасли электро- и теплоэнергетики: 18 из них совершали сделки М&А в период с 2007 по 2011 годы, а 25 не совершали (компании-аналоги).

Предметом исследования является взаимосвязь результативности сделок М&А и корпоративного управления, а именно наличия в компании занятого генерального директора и занятого совета директоров.

Теоретической основой исследования стали классические российские и зарубежные монографии, статьи по данной теме, а также исследования таких авторов, как [Fich, Shivdasani, 2006; Park, Jang, 2011; Benson et al, 2014].

Для сбора информации по описанной выборке были использованы такие базы данных как ZERNYR Bureau van Dijk, СКРИН, СПАРК, а также официальные сайты компаний выборки.

ГЛАВА 1. РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ

1.1. Основные мотивы слияний и поглощений

Слияния и поглощения (*mergers and acquisitions*) – это процесс или ряд действий двух компаний, с целью объединения своих операций для достижения специфических бизнес или стратегических целей [Tang, Metwalli, 2006].

Поглощение – это процесс, в ходе которого одна компания становится основным собственником компании и приобретает контроль над ней контроль, её дочерней организацией или отдельными активами (производственным предприятием, например). Понятие слияния имеет два аспекта: правовой (организационный) и экономический. С правовой точки зрения, слияние – это объединение двух компаний, в результате которого образуется одно юридическое лицо. Говоря об экономическом аспекте, стоит отметить, что слияния бывают горизонтальные, конгломератные и вертикальные [DePamphilis, 2015].

Под горизонтальным слиянием традиционно понимают объединение компаний из одной отрасли. Вертикальное слияние – объединение компаний, участвующих в разных стадиях производственного процесса, то есть занимающие различные места в цепочке создания ценности продукта. Конгломератным слиянием называют слияние из разных отраслей, по сути осуществляющие несвязанную диверсификацию [Brealey, Myers, 2008].

Все слияния или поглощения также можно разделить на *дружественные* и *враждебные*. В случае дружественной сделки совет директоров поглощаемой компании (компании-мишени) поддерживает идею заключения сделки и даёт акционерам рекомендации по одобрению сделки. В таких ситуациях поглощающая сторона (компания-хищник) обычно предлагает компании-мишени премию к её текущему курсу акций, чтобы получить контроль над ней (премия за контроль/премия к цене акций). Если обе стороны одобряют сделку, то происходит покупка акций поглощаемой компании с оплатой деньгами, акциями или долговыми обязательствами (также возможны их комбинации) [DePamphilis, 2015].

При *дружественном* подходе происходят неформальные диалоги между компаниями, которые обычно начинаются ещё на ранних этапах, и уже тогда организации стараются достичь соглашения по основным вопросам сделки (например, дальнейшая стратегия объединённой компании, управление организацией, состав будущего совета директоров и т.д.). Нередко заключается так называемое соглашение о моратории, которое заключается в том, что поглощающая компания обязывается прекратить вложения в акции компании-мишени в течение какого-то определённого периода времени. Благодаря этому поглощаемая компания защищает себя от возможной агрессивной стратегии компании-

хищника в будущем, а также исключает возможности появления тендерных предложений, к примеру. Помимо этого, она становится более уверенной в реальных мотивах компании-хищника [DePamphilis, 2015].

Что касается *враждебных* (недружественных) поглощений, то здесь первое предложение о поглощении компания-мишень отвергает, так как не желает заключать подобного рода сделку, но компания в итоге всё равно была поглощена, так как поглощающая компания выкупила бóльшую часть акций компании-мишени.

Успех такой стратегии обычно определяется большим спектром факторов: состав совета директоров, премия к цене акций, устав поглощаемой компании и т.д. Совет директоров имеет фидуциарную ответственность перед акционерами компании, что существенно влияет на его решения. Зачастую даже если руководство компании желает отклонить неудобное в данный момент времени враждебное поглощение, совет директоров вынужден будет принять его, так как предложение поглощающей компании может предполагать большую премию к нынешнему курсу акций, что может выглядеть достаточно привлекательным для акционеров. Однако, премия за контроль – не всегда решающий фактор [DePamphilis, 2015]. Состав совета директоров также играет существенную роль. Например, ранее проведённые исследования [Shivdasani, 1993] показали, что совет, в котором больше независимых директоров, может отклонить предложение с целью увеличения в дальнейшем премии к цене акций или для того, чтобы потянуть время и дожидаться возможных лучших предложений со стороны других покупателей. В уставе поглощаемой компании также может быть ряд пунктов, которые затрудняют её «захват» из-за увеличения затрат на данный процесс («скользящая» система ротации совета, сверхбольшинство и т.д.) [DePamphilis, 2015].

И, наконец, очень часто компании прибегают к тендерным предложениям, когда дружественные поглощения невозможны. При применении этой тактики битва за захват ведётся непосредственно на уровне акционеров, а не совета директоров. В таких ситуациях оплата может быть деньгами, ценными бумагами или используется обмен акциями; но самым распространённым является первый способ. Почти всегда компания, получившая тендерное предложение оказывается поглощенной, хотя не всегда тем, кто сделал это предложение первым [DePamphilis, 2015].

Традиционно поглощающие компании предпочитают проводить дружественные поглощения, так как в данном случае цена приобретения обычно ниже, то есть компания-хищник выплачивает меньшую премию за контроль. Кроме того, враждебное поглощение зачастую приводит к тому, что в сделку включаются дополнительные желающие купить

компанию-цель. Наконец, очевидно, что при дружественном поглощении интеграция проходит гораздо легче и быстрее [DePamphilis, 2015].

Далее перейдём к основным причинам слияний и поглощений. Существует несколько основных целей, которые компании преследуют в данного рода сделках:

1.1.1. Синергия

Понятие синергия отражает то, что после совершения сделки ценность компании для акционеров становится больше. Именно эта причина обычно используется для обоснования слияния. Выделяют операционную и финансовую синергии. Благодаря операционной синергии компании могут поднять свой операционный доход, увеличить темпы роста или достичь и одного, и другого. Операционные синергии можно разделить на четыре вида:

- 1) *Экономия на масштабе* проявляется в снижении удельных постоянных издержек по мере роста объёмов производства. Обычно снижаются такие издержки, как амортизация, уплата налогов, расходы по выполнению обязательств, затраты на ремонт и обслуживание. Особенно очевидна экономия на масштабе среди производственных предприятий.
- 2) *Возможность увеличения цены*, которая появляется из-за ослабления конкуренции и повышения доли рынка, что по идее должно привести к более высоким марже и операционному доходу.
- 3) *Объединение различных функциональных сил* (например, когда компания с мощными маркетинговыми навыками приобретает фирму с хорошей предметно-производственной специализацией).
- 4) *Ускоренный рост на новых или существующих рынках*, связанный с объединением двух компаний. Например, такая ситуация может возникнуть, когда сложившаяся на развитом рынке компания поглощает на формирующемся рынке фирму, которая имеет закрепившуюся дистрибьютерскую сеть и узнаваемый бренд, и использует эти преимущества для увеличения объема продаж собственной продукции. Такую синергию использовала, например, компания Unilever в своём недавнем приобретении Инмарко – зонтичного бренда одноимённой российской компании [Дамодаран, 2008].

Под финансовой синергией, понимают увеличение денежных потоков или снижение затрат на привлечение капитала. К такой синергии относят:

- 1) *Объединение компаний с избыточной наличностью* (пассивными деньгами) и ограниченными проектными возможностями и *компаний с ограниченными*

денежными средствами и *высокодоходными проектами* может создать выгоду в виде более высокой стоимости объединённой компании. Очевидно, что такая синергия, скорее всего, возникает, когда крупные фирмы приобретают более мелкие или публичные поглощают частные компании [Дамодаран, 2008]. В работе [Brealey, Myers, 2008] также упоминается о том, что устранение неэффективности может быть связано не только с использованием «избыточных» денежных средств, но и с нереализованным потенциалом снижения издержек, наращивания продаж и повышения прибылей. Такие компания легко могут стать «мишенями» для фирм, где управление проходит на более высоком уровне. В данной ситуации слияние/поглощение – всего лишь способ смены менеджмента компании [Brealey, Myers, 2008].

- 2) Возрастающие *возможности заимствования*: при объединении двух компаний их денежные потоки и прибыль могут стать более стабильными и предсказуемыми, что позволяет занимать более существенные суммы денежных средств, чем если бы они это делали по отдельности. Это также может привести к снижению стоимости капитала [Дамодаран, 2008]. Однако в данном вопросе есть ряд споров, связанных с тем, насколько действительно можно считать это выгодой. С одной стороны, объединённой компании дадут с большей вероятностью заём с меньшим процентом, так как теперь две компании как бы гарантируют обязательства друг друга (до слияния их обязательства никак не были взаимосвязаны). Но с другой стороны, теперь им надо обеспечить эту большую гарантию, что и заставляет задуматься о том, правда ли можно данный пункт считать выгодой такого рода сделок [Brealey, Myers, 2008].
- 3) Наконец, *выигрыши на налогах* могут возникать либо в ходе приобретения, создающего преимущество с точки зрения налогового законодательства, либо от использования чистых операционных убытков с целью прикрытия дохода. То есть компания с хорошей прибылью может приобрести фирму с чистыми операционными убытками и использовать их для снижения своего налогового бремени. Кроме того, компания, у которой есть возможность увеличить свои амортизационные отчисления после приобретения, сэкономит на налогах и поднимет свою стоимость [Дамодаран, 2008]. Кроме того, сами сделки могут носить характер не облагаемой налогом. Многие поглощающие компании соглашались на сделку, только если она не будет облагаться налогом. Если же сделка всё-таки будет облагаться налогом, то продавец пытается увеличить цену,

чтобы погасить будущие налоги, связанные с заключением сделки [DePamphilis, 2015].

1.1.2. Экономия за счёт вертикальной интеграции

В вертикальных слияниях компании обычно хотят достичь экономии за счет вертикальной экономической интеграции. И одним из путей достижения такой экономии является слияние с поставщиком или с покупателем. Вертикальная интеграция облегчает административное управление и координацию действий, что значительно помогает деятельности компании. Некоторые даже ставят задачу взять под контроль всю производственную цепочку. Кроме того, в наше время компании всё меньше и меньше прибегают к таким сделкам, так как во многих ситуациях проще просто передать часть функций на аутсорсинг [Brealey, Myers, 2008].

1.1.3. Диверсификация

Под данным термином понимается поглощение фирм из других отраслей или конгломератное слияние. Менеджеры приобретающих фирм полагают, что через покупку фирм в других сферах бизнеса и посредством диверсификации они могут уменьшить колебания прибыли и риска и увеличить потенциальную стоимость [Дамодаран, 2008]. Кроме того, выгодой диверсификации считается появление новых продуктов или услуг в компании и, соответственно, проникновение на ранее не освоенные рынки [DePamphilis, 2015]. Однако у данного довода есть и слабость, которая заключается в том, что диверсификацию обычно проще и дешевле осуществить отдельному акционеру, чем целой фирме. Если сравнить транзакционные затраты инвестора, связанные с диверсификацией, с издержками и премиями, выплачиваемыми фирмами в связи с реализацией той же самой цели, то получается, что инвесторы обычно могут диверсифицировать гораздо дешевле, чем это могут осуществить фирмы [Дамодаран, 2008].

1.1.4. Покупка недооценённых фирм

Фирмы, являющиеся недооценёнными на финансовых рынках, могут являться целью приобретения для тех, кто вовремя обнаружил эту ошибку. В данной ситуации покупатель в качестве излишка может получить разницу между стоимостью и ценой покупки. Но для того, что данная стратегия сработала необходимо одновременное выполнение трех условий:

1) *Способность найти такие фирмы, продающиеся ниже своей действительной стоимости.* Такая способность обычно требует или доступа к большему объёму

информации, чем та, что доступна другим инвесторам на рынке, или лучших аналитических инструментов, чем те, что используются другими.

2) *Доступ к средствам, необходимым для доведения приобретения до завершения.* Знание о недооценке фирмы необязательно предполагает то, что у компании имеется доступ к капиталу для осуществления приобретения. Доступ к капиталу зависит от размера покупателя (очевидно, что крупные фирмы будут иметь бóльший доступ к рынкам капитала и внутренним фондам, чем мелкие) и от предыдущих сделок покупателя, поскольку история успехов в выявлении и приобретении недооцененных фирм облегчает последующие покупки.

3) *Навыки в проведении сделок.* Если покупатель в процессе приобретения будет способствовать увеличению курса акций до и сверх уровня оценочной стоимости, то приобретение очевидно не обеспечит никакого прироста стоимости [Дамодаран, 2008].

1.2.5. Частные выгоды контроля

Ещё одним мотивом такого рода сделок являются частные выгоды контроля. К ним можно отнести личные амбиции отдельных инвесторов, привилегии для руководителей, трансфертные цены и одновременный контроль нескольких компаний.

Л. Зингалес в своей книге "Мастерство: Финансы" приводит конкретные примеры для каждого типа частных выгод контроля. К личным амбициям он, например, относит возможность для членов семьи-основателей Мишлен возглавлять французскую компанию по производству шин. Для них это в любом случае ценно, даже если не принесёт какого-либо дохода.

Говоря о привилегиях для руководителей, автор приводит пример того, что топ-менеджмент компании общается со знаменитостями за счет компании и используют самолеты компании, в личных целях.

Ещё одним источником выгод для главного акционера является возможность назначать трансфертные цены для расчёта компании с потребителями и поставщиками. Возможность манипулировать трансфертными ценами может быть использована и помимо сделок между компанией и ее филиалами [Корпоративный менеджмент, 2014].

Наконец, крупные акционеры нескольких компаний могут использовать закрытую информацию для одновременного контроля и извлечения выгод сразу из нескольких активов. Владельцу контрольного пакета легко использовать информацию через другую компанию, которой он владеет или в которой имеет интерес; а остальные акционеры при этом не получают от этого ничего [Zingales, 1995].

1.2. Основные участники процесса слияний и поглощений

Слияния и поглощения – это достаточно сложные процессы, а также серьёзные изменения в обеих компаниях, соответственно, и участников, задействованных в такого рода сделках, необходимых как для эффективного проведения переговоров, так и для достижения максимально выгодных результатов заключения сделки для каждой стороны достаточно много. Одними из самых важных участников являются *инвестиционные банкиры*. Они помогают определить поглощающей компании стратегические цели и оценить различные способы достижения поставленных задач. Они приходят на помощь обеим компаниям (и поглощающей, и поглощаемой) в выборе противоположной стороны сделки, могут участвовать в установке первоначального контакта с покупателем или продавцом, а также иногда помогают при ведении переговоров. Инвестиционные банкиры нередко занимают такую важную часть процесса слияния или поглощения, как составление заключения о добросовестности сделки. Данный документ представляет собой подготовленный и подписанный третьей стороной документ, подтверждающий адекватность цены в предполагаемой сделке тендерного предложения, слияния, продажи активов или выкупа за счёт займа (*leveraged buyout (LBO)*). Он может также быть подготовлен консультантами или бухгалтерскими фирмами. Обычно данный документ составляется лишь для того, чтобы дать определённую информацию инвесторам, однако нередко такой документ оказывается полезен для *совета директоров*, так как с его помощью он может аргументировать свою позицию по поводу сделки M&A перед акционерами, которые нередко существенное внимание уделяют их выгоде от продажи акций компании по большей цене (в случае с поглощаемой компанией) [DePamphilis, 2015].

Ещё одними важными участниками процесса слияний и поглощений являются *юристы*. Однако в наши дни данного рода сделки стали настолько сложным и многогранным процессом, что обычно собирается несколько (порой десятки) юристов, каждый из которых специалист в определённой области права, по причине того, что один юрист может не справиться со всеми возникающими во время проведения сделки вопросами [DePamphilis, 2015].

Кроме того, существуют так называемые *специалисты по сбору доверенностей* на голосование. Следует начать с того, что во многих сделках компании сталкиваются с битвой за голоса акционеров. Данный термин означает осуществление намерений по смене совета директоров поглощаемой компании получив право проголосовать от имени других акционеров. Очень часто поглощающей компании, например, сложно составить списки почтовой рассылки по адресам заинтересованных лиц, так как они не имеют доступа к полной информации в данном аспекте. В связи с этим поглощающая компания или

недовольные акционеры прибегают к услугам посреднической компании. Стоит учесть, что специалисты по организации голосования по доверенности имеют право представлять и руководство компании, и недовольных акционеров. Попытки враждебных поглощений – это существенные испытания для совета директоров компании-цели. Для таких компаний важную роль играет быстрота определения всех акционеров и скорость их информирования о намерениях руководства. В такого рода ситуациях фирмы по организации голосования по доверенности разрабатывает стратегии информирования акционеров и находит аргументы в пользу того или иного решения совета директоров [DePamphilis, 2015].

Кроме того, не следует не брать во внимание роль *институциональных инвесторов*, вроде страховых компаний, пенсионных фондов, паевых фондов и т.д., которые также играют немалую роль в осуществлении такого рода сделок. [DePamphilis, 2015].

1.3. Этапы процесса слияний и поглощений

В наше время компании используют как стратегию дружественного, так и враждебного поглощения, но предпочтительным всё же остаётся первый способ. Зачастую компании воспринимают слияния и поглощения как сумму различных событий, не очень то связанных друг с другом, но приводящих к одному результату – образованию новой объединённой компании. Однако в действительности все шаги процесса тесно взаимосвязаны, и порой некоторые события вынуждают вернуться к предыдущему шагу ещё раз. Существуют различные подходы к определению этих этапов, рассмотрим, как данный процесс описывает модель слияний компаний Watson Wayatt (случай дружественных сделок) [Галпин, 2005].

Этап 1. Постановка задачи

В первую очередь поглощающей компании следует чётко определить цели сделки. Данный шаг является очень важным для дальнейшего успеха. Компании-хищнику необходимо разработать систему показателей, конкретизирующих цели деятельности компании и стратегию роста через поглощения, способную улучшить её позицию относительно конкурентов [Галпин, 2005]. Примером может послужить одна из самых неоднозначных сделок на мировом рынке сотовой связи за последнее время, а именно сделка по поглощению Vimpelcom компании Wind Telecom египетского бизнесмена Нагиба Савириса. Одной из основных целей компании Vimpelcom было расширение объёма операций и масштаба бизнеса. Компания после слияния должна была оказаться шестым в мире сотовым оператором по числу абонентов (более 173 млн), а количество стран, в которых Vimpelcom предоставляет свои услуги увеличилось с 10 до 20. Кроме того, слияние впервые позволило российскому бизнесу выйти на рынок услуг сотовой связи в Европе

[CNews, 2011]. Это должно было привести к увеличению ценности компании для акционеров как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе, что также является задачей Vimpelcom. Важно, чтобы эти цели понимали все: и руководство компании, и акционеры, и сотрудники компании. В случае с данным слиянием проблема была в том, что один из крупных акционеров компании Vimpelcom – Telenor – был против заключения данной сделки, так как, во-первых, долг компании должен был вырасти на 300% (до 25,7 млрд долларов); во-вторых, «сделка размоет голоса существующих акционеров», в т.ч. у Telenor будет не 36%, как было, а 25% [Ведомости, 2011]. Но совету директоров всё равно удалось осуществить задуманное, так как акций других крупных и мелких акционеров было достаточно для принятия положительного решения по данному вопросу. По причине того, что компания не согласовала данный важный вопрос со всеми заинтересованными лицами, в будущем Telenor отказался вести переговоры с фирмой, что в итоге привело к негативным для компании последствиям, о которых будет сказано позже [Ведомости, 2011].

Кроме того, на данном этапе департамент по слияниям и поглощениям, который существует во многих хорошо развитых компаниях, активно сотрудничает с исполнительным директором компании и персоналом поглощаемой компании для разработки новой организационной структуры, стратегии подбора персонала и других важных моментов. Также обговариваются и распределяются обязанности и полномочия всех участников операций поглощения. Данный департамент ещё раз определяет все свойства «идеального объекта для поглощения» и занимается разработкой и обсуждением стратегии с топ-менеджментом компании [Галпин, 2005].

Этап 2. Оценка ситуации

На данном этапе проводится оценка результатов анализа компании-цели, проведённого ранее. Если после неё обе компании всё ещё считают сделку выгодной, то наступают переговоры, обсуждаются начальные условия и сроки, а также составляется протокол о намерениях и соглашение о конфиденциальном характере сделки. Что касается содержания протокола, то оно обычно примерно одинаковое: описание основных целей и задача объединённой компании, ожидаемых финансовых и экономических результатов сделки (например, структура активов образовавшейся компании, права собственности материнской компании по отношению к подразделениям, источники покрытия обязательств и т.п.). Крайне необходимо на данном этапе согласовать основные принципы управления, права совещательного или решающего голоса компаний-учредителей при решении тех или иных вопросов, основные этапы объединительного процесса и необходимые для него ресурсы [Галпин, 2005]. Так, например, Vimpelcom и Wind Telecom договаривались об основных назначениях, пяти ключевых бизнес-единицах, новой

корпоративной структуре компании, которая, по их мнению, должна поддерживать увеличение географического и коммерческого присутствия компании, сохраняя при этом плоскую структуру управления и руководства фирмой [Ведомости, 2011]. На этом этапе также решается на самом высоком уровне урегулирование расхождений в подходах к оплате труда топ-менеджеров, льготам и компенсациям для персонала, а также премиям. Кроме того, проводится анализ возможного синергетического эффекта от сделки. К примеру, компании Vimpelcom и Wind Telecom пришли к выводу, что в такой сделке есть потенциал для создания стоимости за счёт синергии между их операциями. В целом она должна была достигаться с помощью снижения операционных расходов в области закупок и капитальных затрат [Sotovik.ru, 2011].

Этап 3. Анализ и исследования

Для начала проводится тщательный анализ компании-цели, делая акцент на финансовый, юридический, культурный, операционный и стратегический аспекты. Вся собранная информация идёт к топ-менеджменту поглощающей компании, который обрабатывает информацию с точки зрения возможных помех для заключения сделки. Далее разрабатывается предварительный вариант соглашения о сделке, на котором базируются дальнейшие переговоры компаний. На данном этапе очень важным является исключение спешки в принятии решений. Стоит ещё раз проанализировать рынок, потребителей, конкурентов, корпоративную культуру и персонал компании-мишени. После завершения этого анализа топ-менеджмент, если больше ничто не мешает совершению сделки, становится готовым к её заключению [Галпин, 2005]. Компания Vimpelcom, проводя такого рода анализ, учла выгоды, которые касались, например, расширения компании географически, увеличения клиентской базы и т.д., однако переоценила свои силы в покрытии долговых обязательств Wind Telecom, что привело к определённым негативным последствиям в будущем [Sotovik.ru, 2011]. На данном этапе также необходимо определить оптимальную степень интеграции (полная, умеренная, минимальная), которая может зависеть от целей сделки, а также рисков и препятствий [Галпин, 2005].

Этап 4. Проведение переговоров

На этапе проведения переговоров проходят действия по выработке окончательного варианта соглашения о слиянии или поглощении. Топ-менеджеры компаний ведут переговоры с целью определения дальнейших аспектов сделки (цена, порядок работы во время переходного периода, юридическое оформление, политика, проводимая в отношении персонала, и т.д.). Так как в реальности достаточно сложно договориться о порядке, а также сроках перехода полномочий по управлению к руководству материнской компании, то на данном этапе описывается порядок передачи различных управленческих функций, что

должно в итоге значительно облегчить и упорядочить процесс M&A. На данном этапе обычно подключаются все менеджеры поглощаемой компании: топ-менеджеры ещё раз внимательно смотрят вариант соглашения, чтобы после их комментариев менеджеры, занимающиеся исключительно сделками по слияниям и поглощениям, посмотрели на него со своей стороны и внесли какие-либо поправки, если они требуются, а дальше уже более узкие специалисты «отшлифовывают» окончательный вариант [Галпин, 2005]. На одной из последних стадий объединяющиеся компании Vimpelcom и Wind Telecom, после проведения окончательного анализа, заявили, что разделяют взгляды друг друга и видят большие перспективы будущей сделки, и заключили сделку [Коммерсант, 2011].

Этап 5. Реальная интеграция

Данный этап, безусловно, зависит от особенностей каждой сделки и компаний, участвующих в ней, однако обычно на нём определяются будущая структура компании, её штаты, процедура принятия управленческих решений и некоторые другие вопросы. Следует также отметить, что огромное значение имеет поддержание связей со всеми заинтересованными лицами, чтобы осуществить последний этап – интеграцию – максимально эффективно [Галпин, 2005]. Данный этап особенно внимательно рассматривается в данной работе, так как акцент в ней делается именно на результативности сделок по слияниям и поглощениям, которая по сути и может быть оценена на данном этапе. Огромное количество разного рода изменений происходит в компании именно после самого заключения сделки, на этапе интеграции, и все эти изменения определяют её дальнейшее развитие, финансовые результаты, будущий рост компании, её продуктовой и географического развитие и существование организации в целом. Компания Vimpelcom успешно начала свою интеграцию, уделив особое внимание осуществлению синергии, особенно в сфере закупок. Помимо этого, Vimpelcom постарались как можно быстрее начать выполнять возложенные на них новые долговые обязательства. Однако неразрешённый спор с Telenor привёл к серьёзным последствиям, искам в суде и существенным проблемам для компании. Кроме того, компания не очень рассчитала свои финансовые возможности, и в результате получила достаточно большое количество новых обязательств, выполнить которые для них оказалось проблематичным. Всё это ещё раз подчёркивает важность принятия во внимания всех аспектов такого сложного аспекта, как сделка по слиянию или поглощению, чтобы объединение двух компаний было максимально выгодно для обеих из них.

1.4. Слияния и поглощения в развивающихся странах, в том числе в России

В последние годы был замечен подъём рынка слияний и поглощений в развивающихся странах. Развивающиеся страны активно участвуют в глобальных транзакциях: в 2009 году 30% прямых иностранных инвестиций (FDI), преимущественно в виде сделок по слияниям и поглощениям, приходилось на именно такие рынки. Например, в 2010 году примерно одна треть всех сделок была осуществлена с участием компаний из развивающихся стран, преимущественно из Китая, России и Индии. Из них на Россию приходилось 14% сделок по количеству и 9% по размеру. Но пиком M&A в России считают 2007 год, когда такие сделки составили более 10% ВВП [Bertrand, Betschinger, 2012].

В 2013 году развивающиеся страны впервые обогнали развитые по объёму рынка M&A. На компании из России, Китая и других развивающихся стран пришлось около 56% всех приобретений в финансовом выражении. Главными покупателями были Китай и Россия. Причиной этому, скорее всего, являлся кризис в Европе, но всё равно развитие рынка нельзя отрицать.

Страны БРИК в последнее время всё активнее превращают в центры M&A с целью нахождения активов, которые могут служить платформой для глобальной экспансии. Специалисты также отмечают более агрессивный подход при заключении сделок компаний из развивающихся стран в случае транснациональных сделок. Эти страны стремятся снизить конкурентные недостатки, связанные с их «опозданием» (*latecomer disadvantage*), а такого рода сделки помогают быстрее получить доступ к необходимым ресурсам и знаниям [Bertrand, Betschinger, 2012]. Не стоит также и забывать о новых возможностях доступа к более развитым и сформированным институтам и практикам лучшего корпоративного управления [Lebedev et al, 2015]. Ещё одной из причин может являться удовлетворение растущего спроса со стороны потребителей [Вести Экономика, 2013].

Отметим, что при заключении транснациональных сделок компании из развивающихся стран меньше боятся различий в институтах, культуре и знаниях, чем их «коллеги» из развитых стран [Malhotra, Sivakumar, Zhu, 2011]. Они наоборот стремятся поглотить организации, работающие на развитых рынках, чтобы получить новые знания и стать конкурентоспособным на глобальном рынке, закрепив в дальнейшем свои позиции [Gaffney, Karst, Clampit, 2016].

Также следует отметить, что ряд исследований показали, что при трансграничных сделках на их успех оказывает большее влияние законы страны, где действует поглощаемая компания в случаях, когда компания из развитой страны поглощает компанию из развивающейся. В то время, как в обратной ситуации большее влияние оказывает корпоративное управление страны-цели [Thenmozhi, Narayanan, 2016].

Возвращаясь к России, отметим, что в 2000-2008 году проведённые сделки на рынке M&A оказались невыгодными: компании-хищники либо ничего не получили от этого, либо даже проиграли [Bertrand, Betschinger, 2012]. Конечно, многие отмечают в первую очередь то, что российский рынок на тот момент был достаточно неопытен по сравнению с западным. Возможно, причины такого рода сделок отличались и организации преследовали иные цели, вроде снижения конкуренции. Сделки с компаниями из СНГ проходили лучше, хотя прибыли так же не приносили, но хотя бы не были убыточными. Возможно, причина этого – более глубокое знание культуры стран СНГ и схожесть институтов. В России достаточно большое количество сделок проводилось исключительно с целью реструктуризации, поэтому в таких ситуациях сложно судить: проблема была в самой сделке или реструктуризация прошла неуспешно. Также отмечалось, что если компания осуществляла «серию» сделок (как внутри страны, так и транснациональные), то в общем результат получался лучше, возможно, благодаря достижению экономии от масштаба [Bertrand, Betschinger, 2012].

Переходя к текущей ситуации на рынке M&A в России, отметим, что в последние годы на российском рынке слияний и поглощений наблюдается спад. На это повлияли санкции со стороны иностранных государств и осложнения ситуации с Украиной. Кроме того, как результат, цены на нефть начали падать и это ухудшило ситуацию на рынке M&A в Российской Федерации. Учитывая, что цены сделок и на российском рынке часто устанавливаются в иностранной валюте, девальвация рубля усугубила разрыв в ценовых ожиданиях покупателей и продавцов, в связи с чем произошло ещё большее уменьшение количества сделок. В 2014 году, например, снижение суммы сделок на российском рынке шло абсолютно вразрез с тенденциями мирового рынка слияний и поглощений, где данный показатель вырос на 44% до 3,26 трлн долл. США. Общая сумма сделок в России снизилась за год на 38% до 71,1 млрд долл. США. Снижение обуславливается в первую очередь уменьшением числа крупных сделок, которые как раз и обеспечивали рост рынка слияний и поглощений в России. В 2014 году было зафиксировано всего 3 сделки такого рода. Ситуация в сегменте небольших сделок совершенно иная: количество таких сделок увеличилось в 3 раза, а число объявленных сделок (595) возросло почти в два раза. Средняя сумма сделки, исходя из сделок, информация по цене которых раскрыта, упала до 169 млн долл. США, то есть снизилась более чем на две трети. Падение суммы сделок в ключевом секторе энергетики и природных ресурсов составило 46%. Сумма внутренних сделок по слияниям и поглощениям в IV квартале 2014 года опустилась до пятилетнего минимума (6,6 млрд долл. США). И, конечно, из-за последних событий объем иностранных инвестиций в российские активы снизился на 53% [KPMG, 2015].

За последнее десятилетие на рынке слияний и поглощений в России произошли серьёзные изменения. Во-первых, если ещё в 2005 году 78% всех сделок приходилось на отрасли нефтегазовую и металлургии и горнодобывающей промышленности, то в 2014 году их доля упала до 37%. Таким образом, по мере роста экономики в РФ, произошла диверсификация рынка M&A и распределение по отраслям стало более равномерным. Помимо этого, эксперты также отметили уменьшение доли крупных сделок в общем объёме рынка: в 2005 году они составляли 72% инвестиций, в 2014 – только около 36%. Важно сказать и о том, что рынок с годами становится всё более прозрачным: всё больше информации становится доступной, и это связывают с улучшением корпоративного управления и уровня финансовых раскрытий и развития деловых СМИ. Хотя в 2014 году сумма внутренних сделок опустилась до пятилетнего минимума, но в целом за последние 10 лет можно сказать, что их доля росла и в 2011 году эта тенденция была особенно заметна. В итоге с 2005 по 2014 гг. доля внутренних сделок увеличилась с 68% до 79%.

Можно сделать следующие выводы на данный момент:

- российский рынок M&A отстает от данных рынков развитых стран: его доля на
- мировом рынке слияний и поглощений составляет всего 2,2%;
- очень часто процесс сделки занимает достаточно длинный период времени, обычно более года;
- достаточно часто российские компании и инвесторы пытаются обходиться без вовлечения финансовой экспертизы при проведении сделок;
- недостаточность финансовых ресурсов и ограниченный доступ к финансированию в связи с последними событиями;
- неудовлетворительное качество финансовой информации, которое способствует замедлению процесса и затрудняет возможность провести по-настоящему выгодную сделку.

Говоря о распределении сделок по секторам, хотелось бы отметить, что в 2014 г. наиболее активным сегментом рынка слияний и поглощений по числу сделок оставался сектор недвижимости и строительства. Потребительский сектор, сектор телекоммуникаций и медиа, сектор банковских услуг и страхования, инноваций и технологий тоже внесли свой вклад в повышение активности рынка (рост активности по каждому из данных секторов составил 10–12% от общего роста). Сделки с участием госкомпаний стали ключевым фактором, стимулировавшим активность рынка; их доля в общем количестве сделок в данном секторе за 2014 г. составила 42%.

Распределение сделок по секторам в 2014 году представлено на Рис.1 ниже.



Рис.1 Российский рынок М&А по секторам в 2014 году

Источник: [анализ КПМГ].

Отдельно хотелось бы сказать про прямые частные инвестиции. Участники данного рынка стали чаще выходить из российских проектов, так как опасаются возможных будущих рисков, в результате этого общая сумма сделок снизилась аж на 54% до 8,4 млрд. долл. США.

В 2015 году после первого полугодия было отмечено падение рынка в долларовом выражении на 42%, что является достаточно шокирующим показателем за последнее время. Хотя в рублёвом выражении это падение не такое существенное (всего 11%), очевидно, что это легко объясняется ситуацией с курсом рубля. Число сделок снизилось на 29%, что лучше предполагаемых 35-40% и, возможно, является признаком некоего оживления рынка. Сильнее всего сократилось производство в отраслях, зависящих от инвестиционного спроса (машиностроение, металлургия, производство стройматериалов и т.д.). А снижение реальных располагаемых доходов населения (на 3,1% за полугодие) не позволяет вырасти отраслям, ориентированным на потребительский спрос, (например, пищевая и легкая промышленность). В силу экономического спада предприятия вкладывают все меньше в модернизацию и расширение производства. Снижение цен на нефть также сыграло свою роль. К этому всему можно добавить продолжающееся падение курса рубля к доллару. Кроме того, заключение новых сделок тормозится в связи с высокой задолженностью российских компаний. Следует учитывать также, что санкции США и Евросоюза фактически закрыли для российских компаний зарубежные рынки капитала. А сокращение внутривоспольского кредитования также добавило дополнительных сложностей с привлечением необходимых средств для поглощений. Им приходится совершать сделки,

опираясь в основном на собственные ресурсы, постоянно беспокоясь о неопределенности относительно дальнейших перспектив экономики [Информационное агентство АК&М, 2015].

Первое место в рейтинге отраслей на российском рынке слияний и поглощений в первом полугодии 2015 года по сумме сделок заняли строительство и девелопмент, где произошло 30 сделок на \$9,9 млрд. (56,6% объема рынка). Эта отрасль продемонстрировала максимальный рост активности. На втором месте в первом полугодии 2015 года находился топливно-энергетический комплекс, где произошло 9 сделок на \$2,62 млрд. (15% объема рынка). М&А-активность в отрасли находилась на довольно высоком уровне, но результатов прошлого года не достигла. Число сделок в январе-июне 2015 года снизилось на 31% в годовом сравнении, сумма сделок сократилась в 4,2 раза по сравнению с прошлогодней [Информационное агентство АК&М, 2015].

Третье место в рейтинге отраслей в первом полугодии 2015 года занял финансовый сектор с 22 транзакциями на \$1,03 млрд. (5,9% рынка). Тем не менее, за первое полугодие 2015 года число транзакций в отрасли упало на 21% в годовом сравнении, сумма сделок сократилась в 2,2 раза. Среди основных трендов полугодия отметим, прежде всего, резкое снижение М&А-активности в банковском секторе. Доля банков в общем числе сделок М&А в финансах снизилась до 59% против 85% в первом полугодии 2014 года. Эти процессы обусловлены ухудшением ситуации в банковской системе, в том числе падением прибыли и рентабельности, ухудшением качества активов и кредитных портфелей. Сложившаяся ситуация подталкивает банковский сектор к ускорению консолидации. Что касается других трендов первого полугодия 2015 года, следует отметить, что продолжается уход иностранных акционеров из российской банковской системы [Информационное агентство АК&М, 2015].

По итогам января-июня 2015 года рост суммы сделок М&А демонстрировали на российском рынке всего три отрасли: строительство (в 4,1 раза), торговля (+14,6%) и транспорт (+2,3%). По числу сделок прирост отмечен лишь в металлургии (+67%) и информационных технологиях (+21%). В то же время во всех промышленных отраслях, за исключением металлургии, спад показателей рынка М&А составлял от 30% до 90% по сравнению с прошлым годом. Наиболее сильное падение отмечается в машиностроении, химической промышленности, лесной и целлюлозно-бумажной промышленности [Информационное агентство АК&М, 2015].

Распределение сделок по отраслям в первом полугодии 2015 года можно увидеть на Рис.2, представленном ниже.



Рис.2 Российский рынок M&A по секторам в первом полугодии 2015 года
Источник: [Информационное Агентство АК&М].

Наконец, трансграничная M&A-активность российских компаний в первом полугодии 2015 года оказалась самой низкой за весь посткризисный период. Российские компании за шесть месяцев текущего года совершили всего 11 сделок за рубежом, в 2,2 раза меньше, чем за аналогичный период предыдущего года. А сумма сделок при этом упала в 30 раз [Информационное агентство АК&М, 2015].

Сделкам препятствуют как политические риски, связанные с санкциями ЕС и США, так и падение курса рубля к доллару и евро, что делает иностранные активы слишком дорогими для российских компаний. Кроме того, оказывает влияние и общий курс государства на возврат капиталов в российскую юрисдикцию, что также создает дополнительные риски для инвестиций за рубежом [Информационное агентство АК&М, 2015].

1.5. Результативность сделок по слияниям и поглощениям

В первой части данной главы уже были упомянуты и подробно описаны разного рода мотивы, которыми руководствуются компании при совершении сделок по слияниям и поглощениям. С помощью синергии [Larsson, Finkelstein, 1999], экономии масштаба и разнообразия [Pangarkar, Lim, 2003], захват большей доли рынка [Ikeda, Doi, 1983; Lubatkin, 1983; Sharma, Ho, 2002], а также иных преимуществ, которые возникают при заключении сделки M&A, компания теоретически может улучшить свою результативность. В реальности же многие компании демонстрируют ухудшение их результатов после сделки

из-за столкновения с рядом препятствий, которые мешают им в действительности получить чистую выгоду от синергии, диверсификации и т.д. [Chakrabarti, 1990; Schweiger, Denisi, 1991; Fang et al, 2004]. Даже менеджеры, которые занимаются какой-то определённой сделкой по слиянию или поглощению, не могут предугадать всех препятствий, которые могут возникнуть при заключении сделки и дальнейшей интеграции компаний [Very, Schweiger, 2001; Schoenberg, 2006; Slangen, 2006]. Поэтому вопросы, касающиеся результативности сделок (*M&A performance*), поднимались уже не раз во многих работах [Healy et al, 1992; Tuch, O'Sullivan, 2007; Zollo, Meier, 2008; Papadakis, Thanos, 2010].

Вопрос, касающийся анализа результативности сделок M&A поднимался, как уже было сказано ранее, многими исследователями, однако, стоит отметить, что все они подходили к измерению результативности таких сделок с разных сторон. Действительно, есть ряд авторов, которые используют более рыночные показатели для измерения «эффекта» от сделок по слияниям и поглощениям [Holly, Longbottom, 1988; Aybar, Ficici, 2009; Chi, Sun, Young, 2011], в то время, как в других работах используются показатели операционной эффективности [Franks et al, 1988; Linn, Switzer, 2001; Yeh, Hoshino, 2002].

В первую очередь, стоит отметить, что в достаточно большом количестве работ [Sudarsonam, Mahate, 2003; Aybar, Ficici, 2009; Eije, Wiegerinck, 2010; Bhagat, Malhotra, Zhu, 2011, Benson et al, 2014] используется показатель кумулятивной сверхдоходности (*cumulative abnormal returns (CAR)*), который по сути своей является измерением реакции рынка на сделку M&A. Такое распространённое использование CAR многие исследователи объясняют, во-первых, тем, что изменение цен акций – это относительно объективный метод измерения результативности сделок по сравнению с другими (обычно операционными) показателями, на которые могут повлиять, например, методы бухгалтерского учёта в организации [Cording, Christman, King, 2008]. Во-вторых, авторы [Danbolt, Maciver, 2012] также подчёркивают, что цель таких сделок, как и любых других механизмов, которые применяет компания – это максимизация ценности акционеров, что при помощи CAR легче просмотореть. Однако у данного показателя есть ряд ограничений: он отражает лишь краткосрочное изменение в ценности для акционеров, а также для его использования необходимо применить метод *event study*, который учитывает ценность решения о заключении сделки, но не ценность внедрения самого поглощения [Haleblian et al, 2009]

Нередко в исследованиях можно встретить и измерение результативности сделок по слияниям и поглощениям при помощи премии к цене акций/премии сделки (*merger/acquisition premium*) [Bednarczyk et al, 2010; Benson et al, 2014], с помощью которого

можно проанализировать насколько много компания переплатила за покупку той или иной компании и насколько оправдана была эта премия.

Также в некоторых исследованиях [Holly, Longbottom, 1988; Chappel, Cheng, Cheng, 1984] используют коэффициент Тобина (*Tobin's Q*) для измерения результативности такого рода сделок, анализируя его увеличение или уменьшение после заключения той или иной сделки по слиянию или поглощению. В ряде работ [Long, Stultz, Walkling, 1989, 1991; Min, Prather, 2001; Benson et al, 2014] авторы также используют *Tobin's Q* при изучении проблемы результативности сделок M&A, однако не в качестве зависимой переменной, а могут, например, делить компании по данному показателю [Min, Prather, 2001] и изучать эффекты от таких сделок уже по группам.

Переходя к показателям операционной результативности компаний после M&A, стоит отметить, что также есть большое количество работ, которые посвящены именно данной теме. Например, исследователи [Lev, Mandelker, 1972; Kumar, Bansal, 2008] в своих работах использовали чистую прибыль (*net income*) и операционную прибыль (*operating income*) в качестве показателей результативности сделок по слияниям и поглощениям. Достаточно большое количество работ [Yeh, Hoshino, 2002; Papadakis, Thanos, 2010; Bertrand, Betschinger, 2012] сфокусировано на таком показателе, как рентабельность активов (*return on assets (ROA)*), который является одним из самых чаще всего используемых показателей доходности компании в исследованиях в области экономики и менеджмента. Причём в случаях с исследованиями, проводимыми на развивающихся рынках, нередко применение данного показателя связано именно с тем, что на таких рынках достаточно сложно проводить работы с использованием рыночных показателей в силу некоторых институциональных особенностей. Достаточно большое количество исследователей [Clark, Ofek, 1994; Linn, Switser, 2001; Ghosh, 2001;] использовали в своей работе другой показатель – денежный поток до уплаты налогов (*pre-tax cash flow*). Реже используются, но также применяются некоторыми исследователями следующие показатели: рентабельность капитала (*return on equity (ROE)*) [Franks et al, 1988; Yen, Hoshino, 2002; Kumar, Bansal, 2008], (*earnings per share (EPS)*) [Hogarty, 1970; Kumar, Bansal, 2008], рабочий капитал (*working capital*), отношение долга к капиталу компании (*debt/equity*) [Kumar, Bansal, 2008].

Кроме того, следует также отметить, что ряд исследователей в своей работы использовали рост компании (*firm growth*) в качестве показателя [Mueller, 1985; Caves, 1989; Gomes et al, 2013; Gugler et al, 2012, 2013; Yeh, Hoshino, 2002; Park, Jang, 2011], отвечающего за результативность сделок по слияниям и поглощениям. Причём рост компании может измеряться также различными способами. Некоторые авторы используют прирост продаж

в качестве меры роста компании [Harabi, 2003; Chong, Gradstein, 2009; Park, Jang, 2011], другие [Evans, 1987; Mata, 1994; Harabi, 2003] применяют рост сотрудников компании для измерения этого показателя (особенно это актуально в случаях с некрупными компаниями). В ряде работ исследователи [Moore, Craigwell, Maxwell, 2005; Yasuda, 2005] для измерения роста компании использовали рост активов компании.

Возвращаясь к теме результативности сделок по слияниям и поглощениям, отметим, что в данном исследовании, базируясь на работе [Park, Jang, 2011], в качестве результативности сделок по слияниям и поглощениям будет использован рост компаний. И используя подход авторов [Harabi, 2003; Chong, Gradstein, 2009; Park, Jang, 2011] в качестве роста компании будет использовать прирост продаж. Уже было отмечено, что достаточно маленькое количество работ направлено на изучение изменения роста компании после заключения сделки по слиянию или поглощению. Причём имеющиеся исследования на данную тему уже дают двойственные результаты. В ряде исследований [Cosh et al, 1989; Mueller, 1985; Kumar, 1985] было обнаружено негативное влияние сделки M&A на рост компании. Другие исследователи [Odagiri, Hase, 1989] также обнаружили, что такие сделки не улучшают рост компании через три года после её заключения. Однако в исследовании [Hoshino, 1982; Taketoshi, 1984] результаты показали положительный рост компании после сделки по слиянию или поглощению. Авторы [Park, Jang, 2011] работы, которая была взята за основу в данном исследовании, базируясь на предыдущих работах, проводят работу с выборкой, состоящей из американских компаний, задействованных в ресторанном бизнесе, за период 1980-2007 годы, причём в выборку включались компании как совершавшие сделки, так и не заключающие их (компании-аналоги). Авторы пришли к выводу о том, что эффект от сделки на рост компаний наблюдается только в течение первых двух лет: в первом году компании, заключающие такого рода сделки, имели больший прирост продаж, чем компании-аналоги, в то время, как во втором году наблюдается обратный результат (кроме случая с крупными компаниями). Дальше эффектов от сделок M&A не наблюдалось. Таким образом, эффект от слияний и поглощений заметен лишь на краткосрочном периоде времени. Кроме того, на втором году жизни объединённой компании наблюдается уже отрицательная связь между сделкой и ростом компании.

Беря во внимание всё вышесказанное, в данной работе выдвигаются следующие гипотезы:

H1: Имеет место больший рост компаний, совершавших сделку M&A, в году после сделки, чем компаний, её не заключавших.

H2: Имеет место меньший рост компаний, совершавших сделку M&A, через два года после сделки, чем компаний, её не заключавших.

НЗ: Нет различий в росте компаний, совершавших сделку три года назад и компаний, её не заключавших.

Таким образом, в данной главе были рассмотрены основные понятия, связанные с проблематикой сделок по слияниям и поглощениям, разобраны основные мотивы компаний для заключения такого рода сделок, перечислены основные участники сделок по слияниям или поглощениям, охарактеризованы основные этапы сделки М&А, а также описана ситуация, которая наблюдается на рынке сделок по слияниям и поглощениям в последние годы на развивающихся рынках, а также, в частности, в России. Наконец, была затронута проблематика результативности сделок М&А, а именно охарактеризованы основные подходы к измерению результативности сделок, используемые в работе ряда авторов, а также выдвинуты первые гипотезы исследования.

ГЛАВА 2. МЕХАНИЗМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Без сомнения, можно сказать, что сделки по слияниям и поглощениям, о которых шла речь в предыдущей главе, являются одним из механизмов корпоративного управления (КУ). Важность эффективного КУ для компании известна и понятна многим и должна постоянно учитываться организацией, а также, без сомнения, контролироваться ею. Многие фирмы (особенно в России) часто делают акцент на усовершенствование технологий, однако исследования показывают, что этого далеко не всегда оказывается достаточно, так как реальная эффективность технологий компании, а также результативность всей организации в целом зависит ещё и от модернизации КУ. Передовые производственные технологии работают, зачастую, только если они опираются на соответствующие передовые управленческие технологии [Беликов, Вербицкий, 2010]. Кроме того, некоторые исследования показывают, что компании, которые практикуют лучшее КУ и раскрывают больше информации о себе, оцениваются рынком выше, и, соответственно, рыночная стоимость их акций также возрастает [Дурнев, 2010].

В данной главе будет затронута именно тема КУ: в первую очередь будет сделан акцент на роли отдельных участников, а именно генерального директора (СЕО) компании и совета директоров компании. Также будет обращено внимание на некоторые их характеристики, особенно внимательно будет рассмотрен достаточно новый феномен, касающийся темы корпоративного управления – занятость СЕО, а также совета директоров компании.

2.1. СЕО компании

2.1.1. Характеристики СЕО компании

Роль такого важного в компании человека, как генеральный директор (СЕО), без сомнения, значительна. Его участие в принятии стратегически важных решений в компании достаточно серьёзное в любом случае и умалять его нельзя. Влияние характеристик СЕО компании изучается уже давно, а их взаимосвязь с результатами деятельности компании давно волнует исследователей и практиков.

Менеджеры, в том числе и СЕО компании, нанимаются для максимизации ценности компании. Акционеры и совет директоров компании могут, без сомнения, влиять на решения СЕО для достижения их целей, предоставляя ему стимулы и проводя значительный мониторинг. Но успех компании может также быть определён и факторами, которые находятся за зоной контроля совета директоров, например, характеристиками генерального директора: талантливые СЕО с большей вероятностью могут привести

компанию к успеху, чем неталантливые, а CEO, которые меньше стремятся получить частные выгоды контроля, могут создать больше ценности для компании [Jacobsen, 2014].

На данный момент уже большое количество исследований направлено на изучение влияния CEO на результаты деятельности организации [Bowman, Helfat, 2001, Carpenter, Geletkanycz, Sanders, 2004]: авторы [Boeker, 1997; Miller, Toulouse, 1986; Papadakis, Barwise, 2002] пришли к выводу о том, что генеральный директор определяет стратегию компании, политики и структуру в организации, а другие исследователи [Chatterjee, Hambrick, 2007; Miller, Toulouse, 1986] изучали влияние CEO на результативность компании.

Существует также ряд подходов, касающихся темы лидерства CEO компании, и сторонники стратегического лидерства говорят о том, что топ-менеджмент компании принимает существенное количество решений в компании, а CEO, вероятно оказывает самое существенное воздействие [Hambrick, Mason, 1984; Hambrick, 2007], сильно влияя на стратегические действия самой компании [Crossland, Hambrick, 2007; Hambrick, 2007]. В свою очередь, стратегические действия организации влияют на долгосрочные решения компании, формируя её конкурентные преимущества [Hoskisson, et al, 1999]. Ряд исследователей также подтверждает, что CEO оказывает самое сильное влияние на стратегические решения компании [Finkelstein, 1992; Smith et al, 2006].

Кроме того, до сих пор исследуется вопрос о том, кому «служит» CEO. Существует теория заинтересованных сторон [Freeman, 1984], в противовес которой существует подход, ориентированный только на акционеров компании. Таким образом, до сих пор существует дискуссия, касающаяся того, в интересах кого работает CEO: акционеров или же всех заинтересованных сторон? Некоторые исследования [Mullins, Schoar, 2016] показывают, что основатели компании, а также CEO, связанные с основателями, чувствуя меньшую ответственность перед акционерами, придерживаются идеи заинтересованных сторон, в то время как более «профессиональные» CEO (пришедшие из вне) больше заботятся о благосостоянии акционеров. Результаты исследований на данный момент не могут дать точного ответа на вопрос о том, что лучше: основатель [Villolonga, Amit, 2006; Fahlenbrach, 2009] или CEO, пришедший извне [Bloom et al, 2012].

Уровень власти, которая находится в руках генерального директора, также немаловажен. Некоторые исследователи, например, пришли к выводу о том, что слишком сильная власть CEO может быть разрушительной для компании [Jiraporn, 2010; Bebchuk et al, 2011; More et al, 2011; Liu, Jiraporn et al, 2011].

Также не раз поднимался вопрос того, важна ли причастность CEO к основателю(ям) компании. В одних работах авторы приходили к выводу о том, что «семейные» CEO выгодны компаниям, так как таким образом снижается вероятность конфликтов между

акционерами и менеджерами [Jensen, Meckling, 1976]. Кроме того, такие директора обычно выражают большую приверженность компании и имеют знания, специфичные для компании [Bertrand, Schoar, 2006]. Однако не стоит умалять тот факт, что такие директора могут быть назначены на позицию, даже если они объективно хуже других «внешних» директоров [Perez-Gonzales, 2006]. То есть причастность генерального директора к основателям компании также является важной его характеристикой, которая также может повлиять на успех компании и её дальнейшее развитие.

Помимо этого, многие исследователи отмечают важность срока пребывания лица на посту генерального директора (*CEO tenure*). Данная характеристика может влиять на выбор стратегии компании [Hambrick, Fukutoni, 1991], что является немаловажным аспектом в достижении успеха организации. [Herrmann, Datta, 2002] также обнаружили в своём исследовании, что с увеличением срока пребывания в должности CEO компании, директора демонстрируют более широкий спектр знаний и богатый опыт.

Также [Yim, 2013] в своём исследовании сделал акцент на возрасте генерального директора, обнаружив, что молодые CEO с большей вероятностью будут осуществлять сделки по слияниям и поглощениям, причём чаще в начале своей карьеры.

Помимо всего уже перечисленного, характеристики CEO могут повлиять на его менеджерский стиль [Bernard, Schoar, 2003], корпоративные инвестиционные решения [Heaton, 2002; Malmendier, Tate, 2005; Huang et al, 2011], структуру капитала компании и финансовые решения [Hackbarth, 2008], а также на решения, касающиеся сделок по слияниям и поглощениям [Malmendier, Tate, 2008]. Отдельно говоря об образовании генерального директора, стоит отметить, что некоторые исследователи отмечают взаимосвязь его и результативности компании [Deary, 2004; Frey, Detterman, 2004; Fatma et al, 2015] или качества корпоративных решений [Mohamed et al, 2012].

Многие исследователи также задавались вопросом уверенности в себе CEO, что может также являться важной характеристикой генерального директора, сильно влияющей на его решения, однако работы по данной теме на данный момент показывают двоякие результаты: [Taylor, 1975; Forbes, 2005] обнаружили, что уверенность директоров с возрастом увеличивается, а [Doukas, Petmezas, 2007] получили обратные результаты.

В ряде исследований делается также акцент на важность связей, которыми обладает CEO той или иной компании, которые являются важным каналом для обмена информацией, позволяя обмениваться знаниями, идеями и частной информацией, что помогает им также и при принятии решений о такого рода сделках, как M&A [El-Khatib, Fogel, Jandik, 2015].

Таким образом, разного рода характеристики генерального директора компании оказывают достаточно сильное воздействие на результаты деятельности компании и успех

тех или иных её стратегических решений. Ещё одной важной характеристике CEO компании будет посвящён следующий параграф.

2.1.2. «Занятость» CEO компании

Тема КУ, а также понятие «занятости» и связанные с ним вопросы, стала изучаться более активно не так давно. Хотя стоит отметить, что внимание исследователей, регуляторов и практиков возрастает с каждым годом и значительно увеличилось со времён первых законодательных реформ в сфере КУ. Наверное, одними из самых значимых событий в плане законов в данной области стали выход доклада Кэдбери (*Cadbury Report*) в 1992 году в Великобритании и закона Сарбейнса-Оксли (*Sarbanes-Oxley Act*) в 2002 году в США.

В последнее время учёные всё больше начинают интересоваться ещё и вопросами, касающимися роли опыта, знаний, контактов и связей директоров компании (между собой и с внешней средой). Кроме того, в последнее время также остро встаёт и вопрос того, какие знания и опыт нужны CEO компании или членам совета директоров компании для того, чтобы качественно выполнять возложенные на них обязанности, а не вопрос времени и необходимой информации для осуществления их функций в компании [Brickley, 2010; Kim, Patro, Mauldin, 2014].

Понятие занятости (*busyness*) как раз и связано с выше затронутыми вопросами. Стоит отметить, что данное явление как таковое изучается достаточно недавно, особенно на развивающихся рынках, а для России, видимо, является, можно сказать, абсолютно новым, так как исследования по данной теме практически отсутствуют, и, определённо, ещё не до конца исследованным. Существует ряд исследований, касающихся данной тематики, которые были проведены достаточно давно [Demsetz, Lehn, 1985; Fama, Jensen, 1983; Gilson, 1990; Kaplan, Reishus, 1990], но эти несколько работ можно считать лишь небольшим упоминанием о выше названном феномене. Данный вопрос был поднят, скорее, после ряда корпоративных скандалов 2000-х гг., связанных с компаниями, вроде Enron, WorldCom, Global Crossing, которые заставили общественность вновь обеспокоиться темой корпоративного управления и таким новым явлением, как занятость, в том числе. А последний мировой кризис (в том числе кризис 2008-2009 года в России) ещё больше выявил те или иные недостатки нынешнего КУ в компаниях и увеличил внимание исследователей, регуляторов и практиков к данной теме [Goergen, Renneboog, 2014]. Феномен действительно привлёк к себе немалое влияние, чему свидетельство – в целом достаточно большое количество исследований за довольно небольшой срок.

Под занятыми директорами (членами совета директоров, CEO компании) (*busy directors*) понимаются директора, которые совмещают директорские позиции в одной компании с позициями в совете директоров и исполнительных органах других компаний. Обычно занятыми являются лица, совмещающие директорские позиции *в трёх и более компаниях* [Fich, Shivdasani, 2006; Cashman, Gillan, Jun, 2012; Benson et al., 2014]. В данной работе будет использован именно такой подход к занятости.

Интересно также описать, какие директора обычно являются занятыми, то есть составить так называемый «портрет» занятого директора. Например, опираясь на результаты исследования [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003] можно сказать, что такие директора – это лица в среднем более старшие, чем их коллеги, занимающие одну-две директорские позиции. Они обычно являются внешними директорами и занимают исполнительные должности топ-менеджеров в других организациях, а также зачастую бывают консультантами.

Кроме того, важно также проанализировать, насколько «выражена» эта множественность директорских позиций, то есть насколько большое количество позиций в советах директоров и исполнительных органах других компаний занимают директора. Говоря о развитых рынках, стоит отметить, что в исследованиях по таким рынкам результаты обычно показывают достаточно небольшую частоту совмещений директорских позиций. Например, в исследовании [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003], в котором изучались 3 тыс. американских компаний, было установлено, что 85% директоров компаний выборки занимали лишь одну позицию, а ещё 10% - две позиции. В работе [Fich, Shivdasani, 2006], в которой тоже изучались компании США, а также Канады, причём компании Fortune-500, авторы пришли к выводу о том, что 52% директоров компаний выборки могут считаться занятыми, и только 21% советов директоров удовлетворяет критерию занятости.

Однако переходя к исследованиям на развивающихся рынках, то здесь можно отметить совершенно другую картину. К примеру, в работе [Sarkar, Sarkar, 2009], в которой исследовались крупные индийские компании, было показано, что совмещение позиции директора с 10-20 постами в других компаниях – это достаточно распространённое явление, которое, можно сказать, является одним из результатов особенностей институциональной среды. Причём такие цифры – это уже результаты ряда ограничений, которые были введены относительно недавно, а раньше количество позиций могло достигать 50. Помимо этого, по словам авторов, такая ситуация характерна для ряда развивающихся стран. Но в работе [Li, Wang, Dong, 2013], в которой изучались китайские торгуемые нефинансовые компании, результат получился немного другой: в среднем директора занимают 2 позиции.

Переходя к вопросу взаимосвязи результативности компании и занятости директоров, стоит отметить, что «роль» таких директоров ещё не до конца изучена, но уже точно можно сказать, что очень многие специалисты озабочены данным явлением. Есть ряд исследователей [Fitch, Shivdasani, 2006; Cashman et al, 2012; Chou et al, 2013], которые полагают, что занятые директора приносят вред компании, так как они не могут эффективно выполнять одну из главных своих функций – мониторинг деятельности менеджмента компании – и, вообще, слишком заняты, чтобы банально присутствовать на всех собраниях совета директоров, давать дельные советы во всех компаниях, направлять, помогать наиболее качественно. Однако есть и те, кто полагают, что наличие таких директоров, наоборот, будет выгодно компании [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003; Harris and Shimizu, 2004; Cohen et al, 2010; Horton et al, 2012], заявляя о том, что занятые директора обладают большим опытом, знаниями, хорошей репутацией и т.д. Хотя уже на данном этапе понятно, что выбирать директоров только по репутации не всегда правильно, так как такие директора обычно уже заняты в других советах директоров, что может ограничить их реальную помощь и умение справляться с обязанностями [Andres, Bongard, Lehmann, 2013].

Говоря конкретно о занятости CEO (*CEO busyness*), стоит отметить, что есть ряд исследований, которые сфокусированы именно на данном феномене. Хотя большинство работ рассматривают всех директоров как единую массу, на интуитивном уровне понятно, что не все они одинаковы и их роли также различны, особенно CEO компании. В исследовании [Elyasiani, Zhang, 2015] проведённом по финансовым компаниям (что нестандартно), привело к неожиданным результатам: авторы обнаружили, что активный CEO одной компании с малой вероятностью будет проблемным директором (посещают менее 75% собраний) в другой компании, что говорит о том, что директора могут даже при ограниченности по времени полностью выполнять свои обязанности, развивая свой человеческий капитал, что может быть очень ценно для любой компании, в которой он работает. Однако такие неожиданные результаты получились при работе с выборкой, состоящей исключительно из финансовых фирм (банковских холдинговых компаний), в ситуации с нефинансовыми организациями обычно получается совершенно иная картина [Elyasiani, Zhang, 2015].

В работе [Pandey et al, 2015] было обнаружено, что занятость генерального директора компании связана с более низким Tobin's Q в подвыборке из компаний с высоким Tobin's Q, хотя в ситуации с подвыборкой из компаний с низким Tobin's Q такого вывода не было сделано. Как и [Brick, Chidambaran, 2010], авторы не обнаружили, что финансовые показатели, вроде ROA, ROS, связаны с занятостью CEO. Это вполне может быть объяснено тем, что на собраниях СД, обычно обсуждаются вопросы стратегического характера,

долгосрочного плана, что, скорее, выражается в Tobin's Q, а не в показателях операционной деятельности, таких, как ROA, ROS [Pandey, Vithessonthi, Mansi, 2015].

Р. Масулис и С. Моббс [Masulis, Mobbs, 2014], которые в ходе своего исследования изучали множественные директорские позиции только независимых директоров компаний США, входивших в индекс S&P-500 в период с 1998 по 2006 г., пришли к выводу о том, что компании, CEO которых занимают внешние директорские позиции, демонстрируют более высокие результаты операционной деятельности.

В исследовании [Kaplan, Reishus, 1990] авторы утверждают, что вероятность того, что CEO будет директором ещё и в других компаниях может обосновываться результатами компании, которой он владеет [Ferris, Jagannathan, 2001].

Отдельно стоит поговорить о таком явлении, как «взаимная блокировка CEO» (*reciprocal CEO interlock*). Под ним понимают следующую ситуацию: CEO компании А является членом совета директоров компании Б, в то время, как CEO компании Б – членом совета директоров А. Причиной такого явления могут быть личные интересы директора или желания акционеров. По результатам исследования такая ситуация случается с большой вероятностью, если CEO является членом комитета по выдвижению кандидатур, его заработная плата несущественно связана с опционами на акции, в составе совета директоров имеется большое количество занятых директоров, в году проводится небольшое количество собраний совета директоров и, наконец, CEO – давний сотрудник компании. Тот факт, что CEO является членом вышеупомянутого комитета или то, что его вознаграждение завязано на опцион негативно влияет на вероятность «взаимной блокировки CEO». Авторы также обнаружили, что с увеличением Tobin's Q увеличивается и вероятность такого явления (если компания не коммерческий банк) [Fich, White, 2005].

2.2. Совет директоров компании

2.2.1. Понятие «совет директоров»

Важную роль в корпоративном управлении, без сомнения, играет совет директоров (СД). Без эффективной работы данного органа сложно осуществить такое управление, которое бы максимально удовлетворяло заинтересованные в этом стороны и способствовало максимизации ценности компании. Кроме того, в литературе, касающейся тематики корпоративного управления, уже не раз делался акцент на важности совета директоров для успешного развития компании [Baysinger, Butler, 1985; Weisbach, 1988; Byrd, Hickman, 1992; Brickley et al, 1994]. Например, исследователи [Kaplan, Reishus, 1990; Rosenstein, Wyatt, 1990] анализировали влияние состава СД на результативность компании, в то время, как другие, например, [Jensen, Meckling, 1976; Fama, Jensen, 1983],

фокусировались на возможности совета мониторить действия менеджмента компании [Ferris, Jagannathan, 2001].

Исследователи, практики и регуляторы далеко не сразу начали задумываться о роли такого важного органа в корпоративном управлении. Интерес к СД возник в тот момент, когда началась волна враждебных поглощений в 80-х гг. прошлого века. До того времени слияния и поглощения обычно проходили дружественно, но где-то к середине 1980 г. компании начали всё более активно использовать враждебные стратегии, и лишь немногие публичные компании, не имевшие владельца контрольного пакета акций, сумели огородить себя от предложения о поглощении. Тогда СД мог попытаться применить так называемую «отравленную пилюлю». Но проблема была в том, что зачастую из-за этого акции компании падали в цене, и СД должен был сделать всё возможное, дабы избежать такого рода явления, ведь иначе он не выполнял своих фидуциарных обязанностей перед акционерами максимизировать их прибыль в долгосрочной перспективе. С тех пор к ним всё больше и больше возрастало внимание [Ferris, Jagannathan, 2011].

В Федеральном законе «Об акционерных обществах» даётся следующее определение: «совет директоров (наблюдательный совет) – это избираемый на определённый срок собранием акционеров коллегиальный орган управления, осуществляющий руководство деятельностью акционерного общества в период между ежегодными собраниями акционеров в соответствии с компетенцией, предоставляемой ему законодательством и уставом, причём он имеет право обсуждать и принимать какие-то решения, касающиеся только тех вопросов, которые прописаны в уставе общества» [ФЗ «Об акционерных обществах», 1995].

Согласно российскому законодательству, совет директоров должен быть обязательно создан в компаниях, с числом акционеров, которые владеют голосующими акциями, превосходящим 50 человек. Если в компании количество указанных выше акционеров меньше 50, то законодательство предусматривает также возможность создания такого органа в организации. СД рекомендуется всё равно создавать, иначе его функции будут возложены напрямую на акционеров, а это значит увеличение числа собраний акционеров, что обычно вызывает дополнительные издержки и некоторые организационные проблемы. Кроме того, стоит отметить, что передача этих функций исполнительному органу запрещена [ФЗ «Об акционерных обществах», 1995].

Что касается основных функций совета директоров, то стоит отметить, что они чётко определены в уставе компании, дабы избежать пересечения его компетенций с компетенциями исполнительных органов и собрания акционеров. Среди функций совета директоров можно отметить: стратегическое планирование; контроль за раскрытием всей

информации акционерам общества; разработка политики вознаграждения топ-менеджмента компании; контроль, предупреждение и разрешение конфликтов интересов; организация системы управления рисками; контроль объективности финансовой отчётности общества; внимательное отношение к КУ организации, его контроль, планирование и мониторинг; обеспечение достаточно прозрачных механизмов по избранию совета директоров и исполнительных органов общества, оценка качества их работы; контроль деятельности исполнительных органов акционерного общества; а также одобрение крупных сделок [PwC, 2013].

На данном этапе хотелось бы вернуться к роли совета директоров в сделках по слиянию и поглощению – одним из самых крупных и стратегически важных для компании решений. Во-первых, хотелось бы отметить, что одобрение сделки советом директоров играет важную роль в принятии или отклонении такого рода сделок. Ведь к его решениям, принятым после тщательного анализа, прислушиваются во многих случаях владельцы бизнеса, так как совет – это тот орган, который, в идеале, должен принимать решения в интересах акционеров. Однако достаточно часто на почве сделок M&A в организации возникают корпоративные конфликты, которые совет должен разрешать и, что ещё лучше, предупреждать. Но оказывается достаточно сложным это сделать тогда, когда акционерам кажется, что сделка принесёт им прибыль (как минимум краткосрочную), ведь за акции предлагают большую цену (предлагают премию к цене акций), что кажется вполне выгодным предложением с точки зрения акционеров. В таких ситуациях совету приходится доказывать правильность принятого решения, подчёркивать возможные негативные последствия сделки в долгосрочной перспективе. Процесс достаточно сложный для компании, и нередко заканчивается исками в суд со стороны акционеров, но нужный, так как совет делает всё возможное для того, чтобы сделка была заключена в интересах компании. Однако это касается, скорее, дружеских сделок по слиянию и поглощению.

Помимо этого, важна роль совета директоров в защите от враждебных поглощений. Например, есть закон замораживания, который заключается в том, что крупные акционеры сами не могут принять решение о принятии или отклонении сделки без одобрения совета директоров в течении нескольких лет после выкупа крупного пакета акций. Существует также такое понятие, как «скользящая» система ротации СД, под которой подразумевается избрание каждый год только части СД (обычно трети). Данная превентивная мера защиты от враждебного поглощения лишает поглощающую компанию возможности получения быстрого контроля над компанией-целью после завершения сделки [Проблемы современной экономики, 2007].

2.2.2. Состав совета директоров

Как известно, сотрудники компании, которые являются членами совета директоров, безусловно, оказывают существенное влияние на работу совета и на его роль в компании в целом и благополучие акционеров, поэтому в Кодексе корпоративного управления прописаны рекомендации, касающиеся того, кто может являться членом совета директоров. Например, там сказано, что члены совета директоров должны пользоваться доверием акционеров, иначе велики шансы того, что он не будет эффективно выполнять свою работу. Также необходимо учитывать личные качества людей и их репутацию при отборе кандидатов. Без сомнения, не рекомендуется назначать на данные должности людей, у которых могут быть конфликты с фирмой, например, если этот человек является сотрудником компании-конкурента. Переходя к разговору о численном составе совета директоров, стоит отметить, что он должен быть такой, чтобы существенные миноритарные акционеры могли избрать своего представителя, эффективно осуществлять свою работу и работу комитетов, но и не слишком большим, дабы не затруднять встречи и эффективное взаимодействие всех членов совета [Методические рекомендации по организации работы Совета директоров в акционерном обществе, 2013].

Практика показывает, что оптимально для непубличной компании иметь совет директоров численностью 5-7 человек, а для публичной – 7-11 человек (эта цифра может варьироваться в зависимости от количества акционеров) [Методические рекомендации по организации работы Совета директоров в акционерном обществе, 2013].

Говоря о количественном составе СД, Закон об АО устанавливает, что он определяется уставом акционерного общества или решением общего собрания акционеров. Согласно вышеуказанному закону, минимальный состав совета директоров – 5 человек, максимальный предел данный закон не устанавливает. Дополнительные ограничения есть для компаний с большим количеством акционеров. На практике, согласно исследованию PWC, 90% организаций из числа 50 крупнейших российских публичных компаний устанавливают какие-либо ограничения на количество членов СД во внутренних документах [PwC, 2013].

Значительную роль играют так называемые *независимые директора*. По сути, независимый директор – это такой директор, на суждения, советы и решения которого ничто не может повлиять, так как он достаточно отдалён от текущей деятельности компании и не имеет никаких связей (ни прямых, ни косвенных) с компанией [Логинов, 2006]. Он должен обеспечивать объективность принимаемых решений, баланс интересов различных групп акционеров, не допускать создания преимуществ для каких-либо групп акционеров [Радыгин, 2007].

Согласно последнему Кодексу КУ 2014 г. «независимым директором рекомендуется признавать лицо, которое обладает достаточными профессионализмом, опытом и самостоятельностью для формирования собственной позиции, способно выносить объективные и добросовестные суждения, независимые от влияния исполнительных органов общества, отдельных групп акционеров или иных заинтересованных сторон. При этом следует учитывать, что в обычных условиях не может считаться независимым кандидат (избранный член совета директоров), который связан с обществом, его существенным акционером, существенным контрагентом или конкурентом общества или связан с государством» [Кодекс корпоративного управления, 2014, п.2.4.1]. Причём Кодекс даёт достаточно подробное объяснение, что же подразумевается под связями с обществом, его акционерами, контрагентами и т.д.

Институт независимых директоров появился из англо-саксонской модели рынка ценных бумаг, которая подразумевает наличие в компании большого количества мелких собственников, а не одного крупного, что является достаточно распространённой ситуацией в Российской Федерации. Такие крупные акционеры обычно не желают включать в состав СД независимых директоров.

Однако наличие в составе совета независимых директоров оказывает зачастую значительное положительное влияние на мнение иностранных инвесторов о российских компаниях, что хорошо для их дальнейшего развития. Если функции независимого директора реально исполняются, то компания может гарантировать то, что корпоративные конфликты могут быть улажены [Логинов, 2006].

Но нельзя не отметить, что новый российский Кодекс корпоративного управления содержит в себе поправки, которые подчёркивают и увеличивают роль независимых директоров всё больше и больше. В первую очередь, стоит упомянуть, что процентное соотношение таких директоров увеличилось: новый кодекс закрепил за ними уже треть (вместо предыдущей четверти) мест в совете. Во-вторых, существенно уточнены теперь критерии независимости, что очень важно для российского КУ. В-третьих, новый кодекс КУ рекомендует ставить на ключевые места (председатель совета, руководители комитетов) именно таких директоров. И, наконец, функции независимых директоров существенно расширились: основными так и остались консультирование и мониторинг, но добавились новые, вроде роли арбитра в корпоративных конфликтах [Розанов, 2014].

Помимо этого, стоит также отметить, что эффективность деятельности независимых директоров зависит от [Радыгин, 2007]:

- 1) возможности его влияния на принятие решений и порядок принятия;
- 2) его личной компетенции.

Эмпирические данные показывают, что в период с 1950 по 2005 года процент независимых директоров в компании увеличился с 20% до 75% [Johnson, 2010], но это в большей степени относится к американским корпорациям. В России на данный момент до сих пор в советах не преобладают независимые директора: лишь небольшое количество задумывается об увеличении присутствия в составе СД таких директоров, а законодательство по сути лишь даёт советы по данному вопросу. В то время, как в Великобритании, например, местный кодекс требует, чтобы за исключением некрупных компаний в СД было более половины независимых директоров [PwC, 2013]. Исследования также показывают, что в 50 крупнейших публичных российских компаний независимые директора составляют в среднем 39 %. Интересно также отметить, что 47% респондентов опроса, проведённого PWC, утверждали, что они применяют лишь минимальные требования к независимости совета (согласно Закону «Об АО») [PwC, 2013].

Кроме того, исследования в большинстве своём показывают, что чем больше независимых директоров в совете, тем более эффективно он работает [Abhishek, 2011]. Однако вопрос возможной связи между результативностью компании и наличием в совете независимых директоров всё ещё остаётся открытым, так как исследования дают двоякие результаты. Например, в некоторых исследованиях данная взаимосвязь была обнаружена и было доказано, что наличие таких директоров в совете улучшает благосостояние компании [Bamhart, 1994, Daily, Dalton 1992, Schellenger, 1989], в то время, как другие авторы [Hermalin, Weisbach, 1991; Fosberg, 1989, Molz, 1988] не нашли такой связи. Другие эмпирические исследования показали, что акционеры выигрывают больше, если независимые директора контролируют работу СД во время тендерного предложения [Byrd, Hickman, 1992]. [Beasley, 1996] обнаружил, что независимые директора снижают вероятность финансового краха компании. Также было проведено множество исследований, нацеленных именно на анализ влияния независимых директоров на результативность компании. [Choi, Park, Yoo 2005] проводили исследование конкретно для компаний Южной Кореи и обнаружили сильную позитивную связь между такими директорами и результативность компании [Abhishek, 2011].

Значительную роль также играет председатель совета директоров. Он определяет работу всего совета: периодичность и продолжительность заседаний, основную тему совещаний, оценку работы совета и т.д. В процессе самого заседания, председатель как бы играет роль модератора: управляет процессом заседания, предоставляя каждому члену СД возможность высказаться и т.д [Методические рекомендации по организации работы Совета директоров в акционерном обществе, 2013].

2.2.3. Занятые директора

Совет директоров компании – один из механизмов корпоративного управления, который уже привлёк к себе огромное внимание общественности. Но если первые исследования на данную тему застрагивали больше саму структуру данного органа в компании (например, количество независимых директоров в компании), то позже интерес стал проявляться и к другим характеристикам совета, к примеру, к занятости его членов и СД в целом. Осознав, что время и силы директоров не бесконечны, реформаторы в сфере корпоративного управления даже начали вводить ограничения на количество советов директоров, членами которых может быть одно лицо. Например, Национальная ассоциация корпоративных директоров (*National Association of Corporate Directors guidelines (NACD)*) рекомендует СЕО и иным высшим руководителям компаний не занимать позиции в более чем трёх советах директоров. Кроме того, нормы корпоративного управления, принятые Советом институциональных инвесторов (*Council for Institutional Investors*), говорят о том, что лицам, работа которых предполагает полную, а не частичную, занятость, не следует быть членом СД более чем двух фирм [Jiraporn et al, 2009].

Помимо этого, большинство торгующихся компаний в США уже ограничили количество советов директоров, в которых одно лицо может присутствовать. Например, 74% американских компаний, входивших в индекс S&P 500, установили ограничения в 2011 г. на число позиций, занимаемых директорами [Falato, Kadyrzhanova, Lei, 2014]. Кроме того, согласно нынешнему Кодексу корпоративного управления ЦБ РФ 2014 г., «членам совета директоров рекомендуется уведомлять совет директоров общества о намерении занять должности в составе органов управления иных организаций и незамедлительно после избрания (назначения) в органы управления иных организаций – о таком избрании (назначении) [Кодекс корпоративного управления, 2014, п. 2.6.3]. Однако конкретное количество внешних позиций члена совета директоров не указывается. Всё это ещё раз говорит об озабоченности людей эффективностью работы таких директоров.

На данном этапе интересно также постараться ответить на вопрос о том, совета директоров каких компаний с большей вероятностью будут иметь в своём составе занятых директоров. Результаты ряда исследований [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003] показали, что для крупных более прибыльных компаний, в которых обычно совет директоров имеет большое количество директорских позиций, особенно характерно приглашать в совет занятых директоров. Авторы другой работы [Booth, Deli, 1996], в которой исследовались компании США, входившие в S&P-500 в 1990 г., обнаружили, что крупные компании нуждаются в более широкой сети контактов, а для этого как раз могут быть очень полезны занятые директора, имеющие обширные связи с разного рода контрагентами.

Кроме того, в ряде исследований [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013] также говорится о том, что директора крупных компаний могут восприниматься деловым сообществом как обладающие более широким спектром знаний и опытом ввиду их работы в разного рода компаниях. Авторы также установили (на выборке венчурных компаний США, которые осуществили первичное публичное размещение в период с 1996 по 2008 гг.), что компании нанимают в свои СД занятых директоров после осуществления IPO по причине того, что у директоров, которые работали в компании до её выхода на публичные рынки капитала, может быть меньше опыта управления именно публичной компанией, а занятые директора как раз могут помочь в данной ситуации.

Однако появляется ещё один интересный вопрос: какие выгоды приносит директорам это совмещение? Ещё Ю.Фама и М.Дженсен [Fama, Jensen, 1983] выдвинули *гипотезу репутации*, суть которой заключается в том, что директора, которые оказываются эффективными с точки зрения мониторинга, получают награду: их репутация на внешнем рынке растёт, соответственно, их приглашают стать членом СД в других компаниях. Опираясь на данную гипотезу, исследователи [Benson et al, 2014] говорят о том, что занятые директора являются компетентными консультантами и хорошо выполняют свою функцию мониторинга за менеджментом компании. То есть именно хорошая репутация мотивирует директоров занимать всё большее количество директорских позиций, и, как результат, большое количество таких позиций является позитивным сигналом рынку о талантах и опыте данного управленца [Masulis, Mobbs, 2014].

Если говорить о консультационной функции СД, то стоит сказать, что директора должны обладать достаточной информацией, знаниями и опытом, чтобы принимать взвешенные стратегические решения. Опираясь на исследование [Booth, Deli, 1996], можно сказать, что члены СД и СЕО могут выигрывать от того, что они могут перенимать лучшие практики из других компаний, в которых они занимают директорские позиции, сравнивая политику управления в их компании с ситуацией в других компаниях, обращаясь за консультационной помощью к другим управленцам, перенимая их опыт.

Переходя конкретно к исследованиям, в которых изучается взаимосвязь занятости СД и финансовых результатах деятельности компании, стоит отметить, что [Ferris et al, 2003; Fich, Shivdasani, 2006] были одними из тех, кто подняли вопрос о том, что занятые директора очевидно слишком заняты для того, чтобы выполнять свои обязанности в области мониторинга. *Гипотеза занятости* говорит о том, что компании, которые имеют в своём совете директоров занятых членов, ассоциируются с более слабым корпоративным управлением, базируясь на том, что такие директора слишком заняты, чтобы быть действительно приверженными компаниям, в которых они работают, и соответствовать

требованиям, касающихся мониторинга менеджмента компании. Фич и Шивдасани [Fich, Shivdasani, 2006] подтвердили данную гипотезу, утверждая, что фирмы с более занятым советом директоров имеют более низкое соотношение «рыночная цена/балансовая стоимость» (market-to-book ratio), в то время, как [Ferris et al, 2003] не нашли никакого свидетельства о связи между занятым советом директоров и результативностью компании.

Занятость члена совета директоров обычно ассоциируется с большим количеством прямых обязанностей (наиболее заметные из них: посещение большого количества заседаний, чтение корпоративных отчётов и т.д.). Это также может выражаться и в таких неформальных последствиях, как членство в одном гольф-клубе или благотворительной организации [Hwang, Kim, 2009]. Кроме того, такие директора часто обладают связями с людьми в сфере политики, спорта и СМИ [Ferriani et al., 2009]. Всё это может привести к пренебрежению обязанностями, связанными с мониторингом. Более того, не раз отмечалось, что разного рода социальная деятельность часто отнимает большое количество времени у занятых директоров [Andres, Bongard, Lehmann, 2013].

Эмпирические исследования уже показывают, что наличие в совете занятых директоров приводит к плохой результативности компании [Fich, Shivdasani, 2006; Jiraporn et al, 2008; Ahn et al, 2010;], низкой посещаемостью собраний совета [Jiraporn, Davidson, DaDalt, Ning, 2009; Jiraporn et al, 2009], большой вероятности того, что в компании случится финансовое мошенничество [Beasley, 1996], слабому корпоративному управлению, низкому отношению рыночной цены акций к их бухгалтерской стоимости, снижению чувствительности результативности компании к смене генеральных директоров [Fich, Shivdasani, 2006] и т.д. [Shivdasani, Yermack, 1999] также говорят о снижении эффективности таких директоров. Результаты [Fich, Shivdasani, 2006] подтверждают *гипотезу занятости*, говоря о том, что такие директора слишком перегружены, чтобы быть эффективными контролёрами (*monitors*). Используя выборку из крупных американских промышленных компаний, они обнаружили, что компании с большим количеством занятых директоров имеют более низкие показатели ROA, отношение рыночной цены к балансовой стоимости, оборачиваемость активов и ROS. [Jiraporn et al, 2008] также утверждают, что эффективность мониторинга такого совета директоров снижается. Ими была обнаружена обратная связь между занятостью и стоимостью компании [Pandey, Vithessonthi, Mansi, 2015].

[Hauser, 2014] говорит о том, что снижение занятости директора приводит к более высокому отношению рыночной цены к балансовой стоимости, увеличению прибыли и чувствительность заработной платы CEO к результатам компании становится выше.

Однако есть ряд других исследований, которые говорят о том, что наличие занятых директоров в составе совета не приводит к значительной вероятности мошенничества с ценными бумагами [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2003]. Кроме того, авторы некоторых работ даже пришли к выводу о том, что они могут принести пользу фирме. Например, одни утверждают, что компании с венчурным капиталом, которые первично размещают свои акции на фондовом рынке, выигрывают от знаний, связей и опыта таких директоров [Benson et al, 2014].

Другие исследователи [Cohen et al, 2010; Horton et al, 2012], например, пришли к выводу о том, что занятые директора обладают привилегированным и быстрым доступом к информации. Данный факт, скорее всего, помогает членам совета директоров лучше исполнять их обязанности, а значит это свидетельствует о явном улучшении корпоративного управления в компании.

[Grove et al, 2011] считают, что такие директора могут принести важную информацию, касающуюся отрасли, знания и опыт. Кроме того, они обычно и занятые, потому что считаются более качественными [Adams et al, 2010]. В ряде исследований [Pfeffer, 1972; Mizuchi, Stearns, 1994; Booth, Deli, 1995] авторы пришли к выводу о том, что такие директора могут быть важным источником необходимых ресурсов, поставщиков, клиентов.

Авторы другого исследования, проведённого по выборке компаний из развивающихся стран [Sarkar, Sarkar, 2009] пришли к выводу о том, что такие директора могут быть полезны для компании, делая акцент на качестве, знаниях, опыте и связях занятых директоров, опять же.

Авторы другого исследования [Elyasiani, Zhang, 2015] представили эмпирические свидетельства того, что банковские холдинговые компании с занятыми директорами показывают лучшие результаты (измерялись в ROE, EBIT и Tobin's Q) и меньше риск. Авторы объясняют это, во-первых, тем, что такого рода директора со знаниями из разных отраслей, могут помочь банкам брать более выгодные займы и привлекать больше депозитов. Занятые директора могут также помочь банковским холдинговым компаниям расширять их связи, а также увеличить их бизнес опять же с помощью лучшего установления деловых контактов. Кроме того, с ростом технологий, вовлечение банков в инвестиционный банкинг и торговлю ценными бумагами требует всё больше и больше советов со стороны, что могут как раз обеспечить занятые директора [Elyasiani, Zhang, 2015].

Интересно также посмотреть на исследование других авторов [Field et al, 2013], которые изучают данный феномен на примере компаний, только что совершивших IPO.

Они упоминают о том, что консервативная точка зрения заключается в том, что наличие таких директоров в совете компании приводит к разрушению ценности компании. Однако почему-то в молодых публичных компаниях (компаниях, недавно совершившие IPO) такого не наблюдается. Это наводит на мысль о том, что данное явление ещё не изучено со всех сторон. Авторы ссылаются на ряд работ [Loles, Daniel, Naveen, 2012; Carpenter, 2001], которые утверждают, что выше упомянутые компании имеют слишком незначительный опыт, совершают сделки по слияниям и поглощениям и берут часто займы. Для всего этого им явно необходимы люди, которые могут давать дельные советы, и на эту роль отлично подходят как раз занятые директора. Репутационную гипотезу поддерживают так же [Coles, Noi, 2003; Brickley, 1999], которые ещё раз подчёркивают большой опыт и связи таких директоров, результатом чего может быть как раз положительная связь между занятостью и «качеством» директора. В результате своего исследования авторы подтвердили гипотезу о полезности таких директоров для молодых компаний, отметив ещё, что среди их выборки почти 50% компаний имели как раз занятых директоров, которые сидели в среднем в 4.3 советах. А вот для зрелых компаний всё выходит абсолютно наоборот: занятость директоров приводит к более печальным финансовым результатам. Авторы объясняют это тем, что с «взрослением» компании надобность в советах уменьшается, зато возрастает роль мониторинга, где как раз занятые директора могут проявить себя хуже [Field, Lowry, Mkrtchyan, 2013].

2.3. Взаимосвязь результативности сделок по слияниям и поглощениям и корпоративного управления в компании

Разного рода исследования по занятости директоров компании обычно можно разделить на два направления: изучение занятости членов СД (СД в целом), то есть преимущества и недостатки такого явления для компании, и изучение занятости конкретно CEO компании, то есть насколько компания выигрывает или проигрывает от занятости своего топ-менеджера. В данном параграфе акцент будет сделан именно на изучении данных вопросов в разрезе сделок по слияниям и поглощениям, то есть какие работы по данной тематике были написаны, к каким выводам пришли авторы, какими новыми вопросами задались.

Начиная разговор с занятости CEO и его взаимосвязи с результативностью сделок по слияниям и поглощениям, можно отметить, что, например, авторами одного исследования [Benson et al., 2014], было обнаружено, что занятый генеральный директор компании-хищника ассоциируется с низкой премией при сделке о слиянии, подтверждая репутационную гипотезу, которая утверждает, что они являются лучшими наблюдателями

и советчиками. Но это касается лишь генеральных директоров, об остальных говорится то, что они не влияют на цену акций без участия занятого генерального директора. До данного исследования внимание уделялось лишь поглощающим фирмам, а авторы этой работы стали первыми, кто проанализировал влияние на обе стороны сделки по слиянию или поглощению. Такой подход является более подходящим, так как такого рода сделка – всё-таки двухсторонний процесс. Авторы пришли к выводу о том, что занятые директора поглощаемых фирм готовы на низкие премии, что наводит на мысль о будущей агентской проблеме, касательно того, что генеральный директор может преследовать личные цели, жертвуя при этом интересами акционеров [Benson et al, 2014].

[Cotter et al, 1997] исследовали «взаимную блокировку CEO» между поглощающей и поглощаемой компанией. Их результаты показали, что такое явление снижает выгоды компании-цели. Причиной этому могут быть два важных аспекта: во-первых, такие «соединённые (взаимоблокирующие) директора» (*interlocked directors*) имеют фидуциарную ответственность перед акционерами обеих компаний, что может привести к потенциальному конфликту интересов; во-вторых, такие директора могут увеличивать информационную асимметрию и как бы отговаривать других желающих провести сделку по поглощению компании от её заключения. Авторы также подчеркнули, что по результатам их исследования, «взаимная блокировка CEO», скорее, осуществляется в интересах самого генерального директора, чем в целях корпоративного управления компанией как один из способов удовлетворения интересов акционеров [Fich, White, 2005].

Как видно, исследований на данную тему достаточно ограниченное количество, что может говорить, во-первых, о том, что данная тема ещё далеко не полностью исследована и интерес к ней возник недавно, а, во-вторых, это ещё раз подтверждает тот факт, что анализ этой взаимосвязи требует дополнительного изучения. Кроме того, стоит отметить неоднозначность выводов авторов, что также требует большего числа работ в данной области.

Помимо этого, большой интерес представляет собой исследование взаимосвязи занятости СД и результативности сделок по слияниям и поглощениям. Работ на данную тему на данный момент написано больше, чем исследований, касающихся занятости CEO, однако всё равно их ограниченное количество, а результаты по ним двоякие. Например, [Harris, Shimizu, 2004] удалось обнаружить, что директора, занимающие множественные директорские позиции, являются важным источником знаний и увеличивают вероятность заключения выгодной для компании сделки по поглощению.

Также авторы [Chen, Lai, Chen, 2015], опираясь на гипотезу репутации, обнаружили, что те компании, где больше занятых директоров, агентские издержки ниже и реже

принимаются решения по поглощениям, которые могут нанести вред ценности фирмы. В выборку исследования вошли 2956 объявлений о сделках M&A, сделанных 1169 компаниями в 1999-2013 гг.

В исследовании [Shivdasani, 1993] было установлено, что внешние директора компаний, являющихся мишенями в сделках враждебных поглощений, занимают меньшее количество директорских постов, чем директора компаний, не являющихся объектами враждебных сделок M&A. В данной работе был проведён анализ 214 американских компаний, которые были компаниями-целями в сделках недружественных поглощений, которые сравнивались с тем же числом компаний, не участвовавших в подобных сделках, в период: 1980–1988 гг.

В другом исследовании Дж. Коттер и его коллеги [Cotter, Shivdasani, Zenner, 1997], обнаружили, что если в СД компании-цели в сделке поглощения участвуют лица с множественными директорскими позициями, то выплачивается более высокая премия. В данном исследовании был проведён анализ 229 предложений о приобретении компаний США, совершённых в 1988–1993 гг. Кроме того, по результатам работы [Harris, Shimizu, 2004], где изучались 143 крупные сделки по слияниям и поглощениям американских компаний в 1981-1989 гг., было обнаружено, что компании-поглотители получают более высокую доходность в сделках поглощения, если в их советах есть занятые директора. Следовательно, в сделках поглощений выгоду от наличия таких директоров в СД получают как компании-цели, так и компании-поглотители.

Результаты исследования [Benson et al, 2014] показывают, что, когда в составе совета компании-мишени много занятых директоров, компания заключает сделку, достаточно выгодную для своих акционеров. Этому было дано следующее объяснение: когда директора заняты, они не очень стремятся занять места в совете объединённой компании, а больше беспокоятся о своей репутации. Кроме того, всем им в принципе будет сложно занять места в совете, так как обычно из поглощаемой компании там оказывается только один или два лица [Davidson et al, 2004], поэтому они меньше пытаются занять места и больше усилий прикладывают к сохранению своей репутации, добиваясь хорошей прибыли для своих акционеров. А вот если занятых директоров в составе совета компании-мишени мало, то, скорее всего, в совете объединённой компании окажутся незанятые директора, поэтому они для достижения этой цели могут как раз и убедить компанию в выгодности заключения такой сделки [Benson et al, 2014].

Однако исследователи [Ahn et al, 2010] обнаружили негативную реакцию рынка на сделки по поглощениям компаниями с занятым советом директоров [Méndez, Pathan, García, 2015]. В некоторых исследованиях упоминается о нелинейной связи между занятостью и

результативностью компании. Например, [Ahn et al, 2010] оценивали влияние занятого совета директоров на богатство стейкхолдеров в сделках по слиянию и поглощению. Они заявляют, что поглощающие компании с занятыми директорами получают высокую сверхдоходность.

Но есть и работы [Li, Ang, 2000], в которых исследователи не находили подтверждения ни одной из гипотез о взаимосвязи числа занимаемых директорских позиций и результативности сделок по слияниям, которая была выражена через размер выплачиваемой премии.

Хотелось бы отметить, что, опираясь на представленные выше работы, можно сделать вывод о том, что исследований, направленных на изучение взаимосвязи именно занятости CEO или членов СД компании не так уж и много, и, кроме того, они дают достаточно противоречивые результаты, что только увеличивает интерес исследователей, практиков и регуляторов к данной теме.

Опираясь на выше изложенные исследования, в данной работе выдвигаются следующие гипотезы, отвечающие за взаимосвязь занятости CEO и СД компании и результативности сделок по слияниям и поглощениям:

H4: Имеет место меньший рост компаний, в которых CEO является занятым, чем компаний, в которых CEO не совмещает несколько директорских позиций.

H5: Имеет место больший рост поглощающих компаний в год совершения сделки M&A, в которых CEO является занятым, чем поглощающих компаний, в которых CEO не совмещает несколько директорских позиций.

H6: Имеет место больший рост компаний, в которых совет директоров является занятым, чем компаний, в которых совет директоров не является занятым.

H7: Имеет место больший рост поглощающих компаний в год совершения сделки M&A, в которых совет директоров является занятым, чем поглощающих компаний, в которых совет директоров не является занятым.

Таким образом, на данный момент уже можно сделать вывод о том, что исследователей, регуляторов и практиков интересует вопрос взаимосвязи механизмов корпоративного управления и результативности компании. Однако взаимосвязь занятости CEO и совета директоров компании и результативности сделок по слияниям и поглощениям, особенно на российском рынке ещё не до конца изучена. Кроме того, работы уже показывают противоречивые результаты, что ещё раз подчёркивает важность дополнительных исследований, касающихся данного вопроса. Эмпирическое исследование, направленное на изучение именно такой связи представлено в следующей главе.

ГЛАВА 3. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЯМ И ПОГЛОЩЕНИЯМ И КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В КОМПАНИИ

В предыдущих главах был проведён анализ литературы, российских и зарубежных исследований, статистических данных по сделкам за последние годы, тенденций развития тех или иных вопросов, касающихся проблематики сделок по слияниям и поглощениям, а также такого достаточно нового явления, затрагивающего сферу корпоративного управления, как занятость генерального директора (*CEO*) компании (*CEO busyness*), а также её совета директоров (*Board of directors busyness*). В данной главе, базируясь на изученных теоретических предпосылках, рассмотренных в первых двух главах исследования, будет проведено исследование, направленное на выявление взаимосвязи результативности сделок по слияниям и поглощениям и занятости CEO и совета директоров компании.

Проведённый в данном исследовании эконометрический анализ взаимосвязи результативности сделок по слияниям и поглощениям и наличия занятого CEO, а также занятого совета директоров, включает в себя несколько этапов:

- 1) Построение и анализ базовой регрессионной модели, описывающей зависимость роста компании (*firm growth*) от наличия сделки М&А в предыдущих трёх годах (то есть на краткосрочном и долгосрочном промежутке времени).
- 2) Добавление в основную модель, используемую в первой части исследования, переменных, отвечающих за занятость генерального директора компании и за занятость её совета директоров.

3.1. Краткосрочный и долгосрочный эффект от сделок М&А

Для начала в данном исследовании изучается то, какой эффект принесёт сделка в краткосрочном периоде (один год), то есть производится анализ роста компании в течение одного года после заключения такого рода сделки.

3.1.1. Методология первого этапа исследования

Опираясь на модель, используемую в исследовании К. Парка и С. Джанга [Park, Jang, 2011], в данной работе используются две следующие модели для исследования взаимосвязи роста компании и предшествующих сделок по слияниям и поглощениям на краткосрочном периоде:

$$SG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDL_{i,t-1} + \beta_2 RER_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t-1} + \beta_4 M\&A_{i,t-1} + u_{i,t}, \quad (1)$$

где

β_k – неизвестный параметр ($k = 0, \dots, 4$);

$u_{i,t}$ – случайная величина.

$$SG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDL_{i,t-1} + \beta_2 RER_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t-1} + \beta_4 M\&A_{i,t-1} + \beta_5 M\&A_{i,t-1} SG_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (2)$$

Для анализа роста компании уже в долгосрочном периоде, после заключения сделки M&A, в модели вводятся новые переменные, отвечающие за данный аспект исследования, и модели приобретают следующий вид:

$$SG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDL_{i,t-1} + \beta_2 RER_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t-1} + \beta_4 M\&A_{i,t-1} + \beta_5 M\&A_{i,t-2} + \beta_6 M\&A_{i,t-3} + u_{i,t} \quad (3)$$

$$SG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDL_{i,t-1} + \beta_2 RER_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t-1} + \beta_4 M\&A_{i,t-1} + \beta_5 M\&A_{i,t-1} SG_{i,t-1} + \beta_6 M\&A_{i,t-2} + \beta_7 M\&A_{i,t-2} SG_{i,t-1} + \beta_8 M\&A_{i,t-3} + \beta_9 M\&A_{i,t-3} SG_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (4)$$

Описание переменных представлено в Таблице 1.

Таблица 1

Описание переменных

Зависимая переменная	
$SG_{i,t}$	Рост компании в год t, выраженный через темп прироста выручки: $SG_{i,t} = \frac{\text{Выручка}_{i,t} - \text{Выручка}_{i,t-1}}{\text{Выручка}_{i,t-1}}$
Независимые переменные	
$TDL_{i,t-1}$	Коэффициент долгового левериджа, рассчитываемый как отношение всего долга компании ко всем активам в год (t-1) $TDL_{i,t-1} = \frac{\text{Долг компании}_{i,t-1}}{\text{Активы компании}_{i,t-1}}$
$RER_{i,t-1}$	Отношение нераспределённой прибыли года (t-1) ко всем активам года (t-1) $RER_{i,t-1} = \frac{\text{НРП}_{i,t-1}}{\text{Активы компании}_{i,t-1}}$
$M\&A_{i,t-1}$	Бинарная переменная, принимающая значение 1, если в году (t-1) имела место сделка M&A, и 0, если не имела место
$M\&A_{i,t-1} SG_{i,t-1}$	Перекрыстная переменная, обозначающую отдачу от сделки M&A в прошлом году в росте компании прошлого года

Говоря о контрольных переменных в модели, остановимся на следующем. Предполагается, что отношение нераспределённой прибыли (НРП) прошлого года к активам прошлого года положительно связано с текущим ростом компании, в то время как долговой левередж связан отрицательно. Исходит это из иерархической теории структуры капитала (*pecking order theory*) [Myers, Majluf, 1984], говорящей о том, что компании предпочитают внутренние финансовые ресурсы внешним финансовым ресурсам, так как стоимость внутренних меньше. Поэтому НРП – это первый по очереди финансовый ресурс, необходимый для роста компании. Данная теория также предполагает, что компании

предпочитают долг дополнительному выпуску акций, так как акционеры предпочитают не терять свой контроль над компанией. Однако более высокий уровень долга компании увеличивает вероятность дефолта или банкротства. Как результат, компании с более высоким уровнем не могут инвестировать в больших размерах в развитие бизнеса из-за существенных процентных выплат.

3.1.2. Формирование выборки и описательная статистика переменных

Для сбора информации использовались следующие источники:

- База данных Zephyr Bureau van Dijk;
- База данных СКРИН, СПАРК;
- Официальные сайты компаний.

Кроме того, к компаниям предъявлялись следующие требования: фирмы должны были быть только публичные; исключались компании, которые прекратили своё существование в течение 5 лет после заключения сделки по слиянию или поглощению; наконец, между сделками М&А одной компании должно было быть не меньше 3 лет, чтобы избежать «наложения» эффектов от одного поглощения на другое [Park, Jang, 2011].

В данном исследовании проводится анализ публичных российских компаний отрасли электро- и теплоэнергетики, осуществлявших сделки по слияниям и поглощениям в период 2007-2011. К этим компаниям также добавляются компании-аналоги из того же сектора энергетики, но не заключавшие сделки в те года, с целью сравнить рост компаний из одной отрасли, но с разной историей сделок М&А в выше указанные года.

Рассматривая число сделок, использованных в данной работе, по годам, можно отметить, что большинство из них пришлось на 2007 и 2008 года. Стоит отметить, что относительно большое количество сделок в 2007 году – это вполне закономерное явление, с учётом того, что этот год, в принципе, был пиком роста рынка М&А в России за всё время его существования. Однако интересно также подчеркнуть и то, что кризисный год не помешал развитию сделок по слияниям и поглощениям в отрасли электро- и теплоэнергетики, наоборот данный рынок процветал, что выражается также в относительно большом количестве такого рода сделок.

Переходя к описательной статистике переменных, на данном этапе, сравним рост компаний, которые совершали сделку в 2007-2011 года, и тех, кто не заключал такого рода сделки. После анализа результатов описательной статистики (см. Приложение 1), а также проведения тестов на равенство средних (см. Приложение 2) в пакете «Stata 12», можно сделать вывод о том, что в среднем по выборке, рост компаний, в которых проходили М&А сделки, был больше, чем рост компаний, не заключавших сделку: у первой группы средний

рост равен 42%, в то время, как для компаний аналогов этот показатель равен 15% (Рис. 3). Нельзя и не отметить тот факт, что минимальный и максимальный прирост выручки близки по значениям.

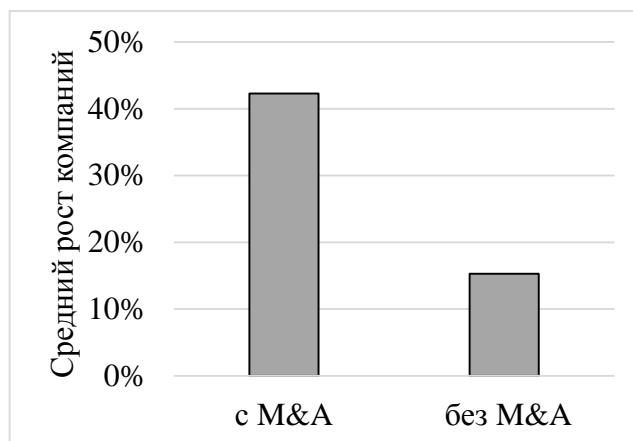


Рис.3 Средний рост компаний, совершавших и не совершавших сделки M&A

Проведем сравнение изменения данного показателя по годам (Рис.4). На нём можно увидеть, что в среднем по выборке рост компаний в изучаемый период менялся год от года, причём с существенным скачком вверх в 2008 кризисном году (см. Приложение 1).

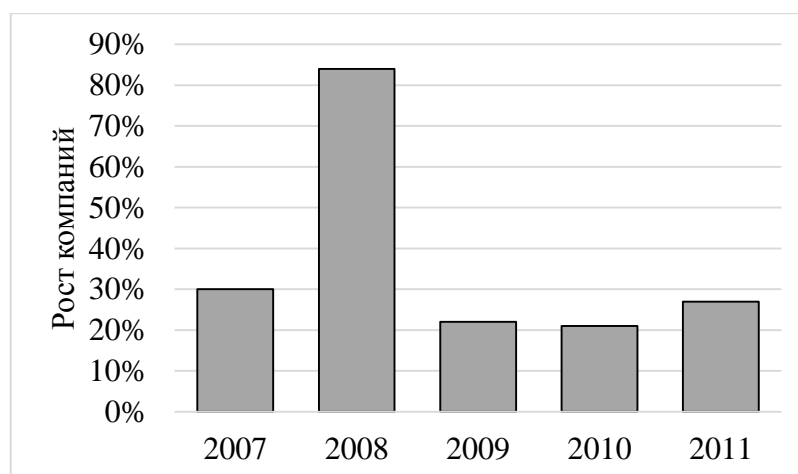


Рис.4 Средний рост всех компаний выборки в 2007-2011 гг.

Интересно также изучить изменение роста компаний в следующие три года после сделки, проанализировав результаты описательной статистики (см. Приложение 1). На Рис. 5 показано изменение выборочного среднего роста в течение трёх лет после сделки M&A. Следует отметить достаточно высокий рост компаний в среднем по выборке в год после сделки (около 27%), что может ещё раз подтвердить предположение о том, что эффект от сделки проявляется уже в первом году и сделка приносит положительные результаты. Однако во втором году прирост продаж уменьшается в среднем и равен 8%. На третий год после сделки, рост компаний, заключавших сделку достигает в среднем 35%, что демонстрирует наибольшую отдачу от поглощения, по сравнению с остальными годами и

наводит на мысль о том, что, возможно, в данном исследовании эффект от сделки будет наиболее заметен именно на третий год.

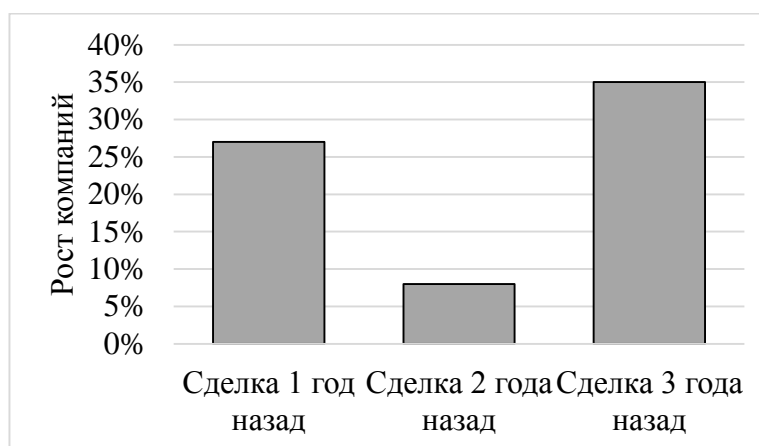


Рис. 5 Изменение среднего роста компаний выборки в течение трёх лет после совершения сделки M&A

3.1.3. Результаты

В данной части исследования был проведён анализ эффектов от сделок по слияниям и поглощениям в краткосрочном периоде. Для его изучения использовались динамические панельные данные. Для оценки параметров использовался подход, разработанный Арелано-Бондом (обобщенный метод моментов). Результаты оценивания параметров моделей представлены в Таблицах 1 и 2. Сами модели (1) и (2) исследования оказались значимыми (см. Приложение 3, Приложение 4).

Таблица 2

Оценка параметров модели (1)

Переменная	$SG_{i,t}$ (Рост компании)
$TDL_{i,t-1}$	-0.62*
$RER_{i,t-1}$	-0.78*
$SG_{i,t-1}$	0.04*
$MA_{i,t-1}$	-1.53*
Cons	0.5*
<i>p-value</i>	0.000
<i>N</i>	258

Значимые на 5% уровне значимости переменные отмечены знаком «*».

Оценка параметров модели (2)

Переменная	$SG_{i,t}$ (Рост компании)
$TDL_{i,t-1}$	-2.08*
$RER_{i,t-1}$	-1.21*
$SG_{i,t-1}$	0.00
$MA_{i,t-1}$	0.14*
$MA_{i,t-1}SG_{i,t-1}$	-0.22*
Cons	0.76*
<i>p-value</i>	0.000
<i>N</i>	258

Значимые на 5% уровне значимости переменные отмечены знаком «*».

Говоря о промежуточных результатах, полученных в первой части исследования, стоит отметить обратную связь между контрольной переменной, отвечающей за отношение нераспределённой прибыли прошлого года к активам прошлого года, что не соответствует предполагаемым результатам. Возможно, это может быть объяснено тем, что в данном секторе российской экономики компании могут, например, мотивироваться низким уровнем нераспределённой прибыли, прилагая больше усилий для достижения успеха организации, повышая, в том числе, выручку компании. Значимыми оказались также переменные, отвечающие за факт наличия сделки в предыдущем году, а также перекрёстная переменная, отвечающая за отдачу от этого поглощения в приросте продаж предыдущего года. Однако модели (1) и (2) показали разные результаты, касающиеся переменной, отвечающей за факт наличия сделки в предыдущем году: если в модели (1) прирост продаж компаний, которые совершали сделку в предыдущем году, основываясь на результатах оценки параметров модели, то во (2) модели получается, что прирост продаж таких компаний больше, что уже на данном этапе подчёркивает важность дальнейшего анализа и изучения эффектов от сделки на долгосрочном периоде. Кроме того, стоит отметить, что отдача от сделки в приросте продаж года заключения сделки, отрицательно связана с приростом продаж следующего года. Возможно, это может быть связано с вопросом о том, когда происходит эта отдача: уже в году совершения сделки или только на следующий год. Перейдем ко второй части исследования и рассмотрим, что происходит с компанией через 2-3 года после поглощения, то есть проанализируем долгосрочный эффект от сделки.

Результаты оценки параметров модели (3) представлены в Таблице 4. Модель (3) также оказалась значимой (см. Приложение 5).

Оценка параметров модели (3)

Переменная	SG _{i,t} (Рост компании)
TDL _{i, t-1}	-0.78*
RER _{i, t-1}	-0.63*
SG _{i, t-1}	0.04*
MA _{i,t-1}	-2.23*
MA _{i,t-2}	-1.54*
MA _{i,t-3}	-0.59*
Cons	0.62*
<i>p-value</i>	<i>0.000</i>
<i>N</i>	258

Значимые на 5% уровне значимости переменные отмечены знаком «*»

Полученные результаты показывают, что компании выборки, которые совершали сделки в течение предыдущих трёх лет имеют меньший рост, чем те, которые не совершали.

Переходя к модели (4) исследования, результаты оценки параметров оказались следующими (Таблица 5). Данная модель (4) также оказалась значимой (см. Приложение 6).

Таблица 5

Оценка параметров модели (4)

Переменная	SG _{i,t} (Рост компании)
TDL _{i, t-1}	-2.88*
RER _{i, t-1}	-1.37*
SG _{i, t-1}	-0.01*
MA _{i,t-1}	-0.59*
MA _{i,t-1} SG _{i,t-1}	-0.16*
MA _{i,t-2}	-0.99*
MA _{i,t-2} SG _{i,t-1}	-0.32*
MA _{i,t-3}	-1.4*
MA _{i,t-3} SG _{i,t-1}	5.56*
Cons	1.09*
<i>p-value</i>	<i>0.000</i>
<i>N</i>	258

Значимые на 5% уровне значимости переменные отмечены знаком «*».

При добавлении в модель переменных, отвечающих за факт наличия слияния два и три года назад, результаты получились другими. Во-первых, результаты показывают, что

рост компаний, которые совершали сделку год, два и три года назад, меньше, чем у компаний, которые таких сделок не заключали. Однако обнаружена положительная связь между отдачей от сделки M&A, которая была три года назад, в росте компаний в предыдущем году и приростом продаж этого года. То есть по данной выборке результаты таковы, что от сделки, скорее, негативных эффект, чем положительный.

3.2. Взаимосвязь занятости CEO и роста компании

В данном разделе исследования, остановимся на роли генерального директора в процессе сделки M&A. Попытаемся получить ответ на вопрос «Является ли занятость CEO детерминантой роста компании?». Важен ли опыт генерального директора компании? Меняется ли что-то в компании при увеличении «загруженности» CEO?

Для того, чтобы ответить на выше изложенные вопросы, в базовую модель вводятся ещё и переменные, отвечающие за характеристику занятости генерального директора компании.

$$SG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDL_{i,t-1} + \beta_2 RER_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t-1} + \beta_4 M\&A_{i,t-1} + \beta_5 M\&A_{i,t-1} SG_{i,t-1} + \beta_6 M\&A_{i,t-2} + \beta_7 M\&A_{i,t-2} SG_{i,t-1} + \beta_8 M\&A_{i,t-3} + \beta_9 M\&A_{i,t-3} SG_{i,t-1} + \beta_{11} BusyCEO_{i,t} + \beta_{12} M\&A_{i,t} BusyCEO_{i,t} + u_{i,t}, \quad (5)$$

где

$BusyCEO_{i,t}$ – переменная, отвечающая за занятость CEO компании в году t , принимающая значение 1, если в году t CEO компании являлся занятым, и 0, если не являлся;

$M\&A_{i,t} BusyCEO_{i,t}$ – перекрёстная переменная, отвечающая за занятость CEO в год совершения сделки;

После добавления в модель переменных, отвечающих за занятость CEO компании, в первую очередь, сравним различается ли данный показатель у компаний M&A и группы компаний аналогов. Анализируя столбчатую диаграмму, представленную на Рис.7, можно сказать, что в компаниях электро- и теплоэнергетики, которые совершали сделку в 2007-2011 года, в среднем больший процент занятых директоров, чем у тех компаний, которые не заключали такие сделки. Однако среднее количество директорских позиций, занимаемых CEO у двух групп компаний примерно одинаковое (см. Приложение 1, Приложение 2): три в случае компаний M&A, и два у компаний, не заключавших сделок по слияниям и поглощениям в указанный период. Отметим, что результаты описательной статистики также показывают, что максимальное количество компаний, в которых CEO является также генеральным директором или членом совета директоров достигает 27 у компаний, совершавших такого рода сделки, в то время как у компаний второй группы максимум составляет 11 компаний, что стоит отметить достаточно высокий показатель в обоих случаях.

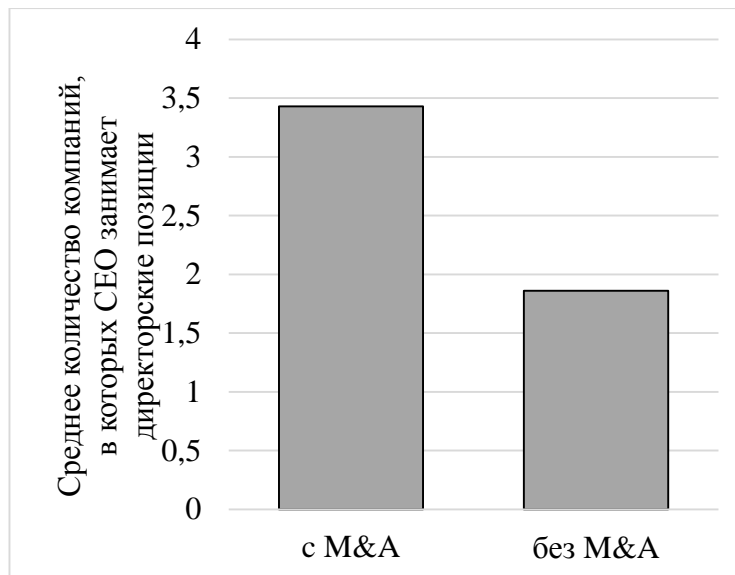


Рис.6 Среднее количество компаний, в которых CEO занимает директорские позиции для компаний выборки, совершавших и не совершавших M&A

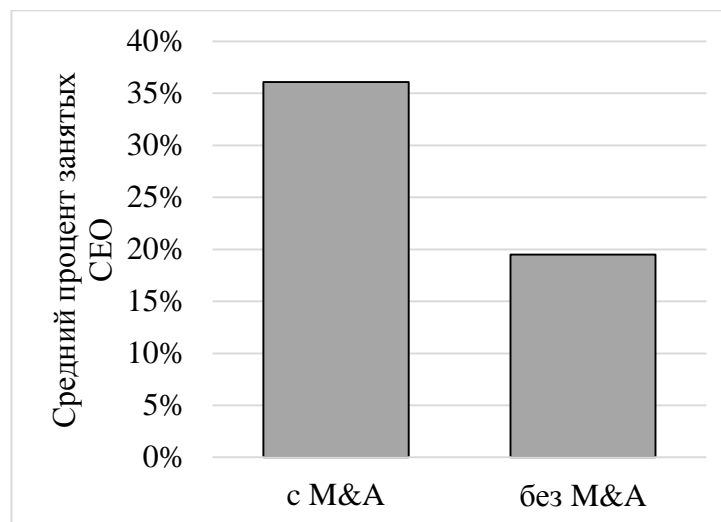


Рис.7 Среднее процент занятых CEO в компаниях выборки, совершавших и не совершавших M&A

После введения переменных, отвечающих за занятость генерального директора компании, результаты в целом не изменились (см. Приложение 7), однако стоит сделать акцент на следующем (подробнее в Таблице 6). Во-первых, стоит отметить, что в целом по выборке рост компаний, в которых генерального директора можно классифицировать как занятого, меньше, чем тех, где директор не совмещает директорские позиции в нескольких компаниях, что может подтверждать гипотезу о том, что занятые CEO слишком перегружены возложенными на них обязанностями в большом количестве компаний и это негативно сказывается на процветании компании. Во-вторых, стоит отметить, что рост поглощающих компаний с занятым CEO больше, чем у других компаний, в год совершения сделки.

Оценка параметров модели (5)

Переменная	SG _{i,t} (Рост компании)
TDL _{i, t-1}	-2.73*
RER _{i, t-1}	-1.59*
SG _{i, t-1}	-0.03*
MA _{i,t-1}	-0.1**
MA _{i,t-1} SG _{i,t-1}	-0.18*
MA _{i,t-2}	-0.7*
MA _{i,t-2} SG _{i,t-1}	-0.54*
MA _{i,t-3}	-1.39*
MA _{i,t-3} SG _{i,t-1}	4.64*
BusyCEO _{i,t}	-0.51*
M&A _{i,t} BusyCEO _{i,t}	2.8*
Cons	1.15*
<i>p-value</i>	0.000
<i>N</i>	258

Значимые на 5% уровне значимости переменные отмечены знаком «*»

Значимые на 10% уровне значимости переменные отмечены знаком «*»

3.3. Взаимосвязь занятости совета директоров и роста компании

Наконец, перейдем к последней части исследования и проанализируем, является ли занятость совета детерминантой роста компании. Так ли важен человеческий капитал совета директоров? Помогает ли компании при поглощении опыт членов её совета директоров?

Для ответа на этот вопрос была использована модель вида:

$$SG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDL_{i,t-1} + \beta_2 RER_{i,t-1} + \beta_3 SG_{i,t-1} + \beta_4 MA_{i,t-1} + \beta_5 MA_{i,t-1} SG_{i,t-1} + \beta_6 MA_{i,t-2} + \beta_7 MA_{i,t-2} SG_{i,t-1} + \beta_8 MA_{i,t-3} + \beta_9 MA_{i,t-3} SG_{i,t-1} + \beta_{11} BusyBoard_{i,t} + \beta_{12} MA_{i,t} BusyBoard_{i,t} + u_{i,t}, \quad (4)$$

где

BusyBoard_{i,t} – бинарная переменная, отвечающая за занятость совета директоров компании в году t, принимающая значение 1, если в году t совет директоров компании являлся занятым, и 0 в противном случае. В исследовании совет директоров считается занятым, если более половины его членов являются таковыми;

MA_{i,t}BusyBoard_{i,t} - перекрёстная переменная;

На данном этапе также сравним занятость совета поглощающих компаний, и не поглощающих. Опираясь на результаты описательной статистики (см. Рис.8) (см. Приложение 1, Приложение 2) и проведенного тесте на равенство средних, можно сказать, что в среднем, занятость совета директоров поглощающих компаний больше, чем занятость у другой группы компаний: если у компаний М&А в среднем в 6 организациях заняты члены совета, то у других компаний в изучаемой выборке только примерно в 3. Также в среднем 67% советов компании-хищника заняты, в то время, как у компаний-аналогов в среднем 28%.

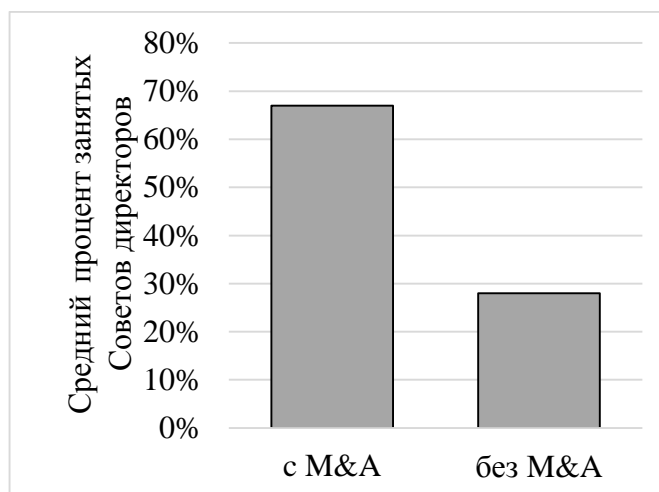


Рис.8 Средний процент занятых советов директоров компаний, совершавших и не совершавших М&А

Результаты данного этапа исследования (представлены в Таблице 7) схожи с теми, что были получены ранее (см. Приложение 8). Отдельное внимание хотелось бы уделить переменным, отвечающим за занятость, и выводам, которые можно сделать с их помощью. По результатам, полученным при помощи данной модели, можно сказать, что в целом по выборке у компаний с занятым советом в среднем прирост продаж меньше, чем у тех, где совет не классифицируется как занятый. Однако, если говорить о поглощающих компаниях, то по данной выборке рост поглощающих компаний выше, чем у других, при наличии занятого совета в год совершения сделки при прочих равных.

Таблица 7

Оценка параметров модели (6)

Переменная	$SG_{i,t}$ (Рост компании)
$TDL_{i,t-1}$	-1.45*
$RER_{i,t-1}$	-1.64*
$SG_{i,t-1}$	-0.01*
$MA_{i,t-1}$	0.59*

$MA_{i,t-1}SG_{i,t-1}$	-0.17*
$MA_{i,t-2}$	0.15*
$MA_{i,t-2}SG_{i,t-1}$	-0.66*
$MA_{i,t-3}$	-0.64*
$MA_{i,t-3}SG_{i,t-1}$	2.55*
$BusyBoard_{i,t}$	-0.38*
$M\&A_{i,t}BusyBoard_{i,t}$	7.13*
Cons	0.79*
<i>p-value</i>	<i>0.000</i>
<i>N</i>	258

Значимые на 5% уровне значимости переменные отмечены знаком «*».

3.4. Результаты эмпирического исследования

Результаты по всем моделям представлены в Таблице 8. Опираясь на полученные результаты, можно сделать несколько выводов. Во-первых, большинство моделей показали, что рост, выраженный через прирост продаж, компаний, совершавших сделку M&A в предыдущие три года меньше, чем компаний, которые такого рода сделки не проводили. Однако несколько моделей (модель (2) и модель (6)) показывают, что, наоборот, рост поглощаемых компаний в следующие за сделкой два года оказался больше. Помимо этого, результаты исследования показывают, что отдача от сделки в приросте продаж предыдущего года отрицательно связана с приростом продаж текущего года, кроме ситуации с отдачей в приросте продаж от сделки M&A, которая была три года назад: здесь наблюдается положительная связь.

Говоря о занятости CEO и СД компании, стоит отметить, что результаты исследования показывают, что в целом рост компаний, в которых генеральный директор и СД могут быть классифицированы как занятые, ниже, чем компаний, где данные явления не наблюдаются. Однако в случае с поглощаемыми компаниями, результаты получаются обратными: рост таких компаний выше при условии занятости CEO и СД в год совершения сделки.

Таблица 8

Оценка параметров всех моделей

	SG _t (Рост компании)					
Переменная	Модель (1)	Модель (2)	Модель (3)	Модель (4)	Модель (5)	Модель (6)
TDL _{i, t-1}	-0.62*	-2.08*	-0.78*	-2.88*	-2.73*	-1.45*
RER _{i, t-1}	-0.78*	-1.21*	-0.63*	-1.37*	-1.59*	-1.64*
SG _{i, t-1}	0.04*	0.00	0.04*	-0.01*	-0.03*	-0.01*
MA _{i,t-1}	-1.53*	0.14*	-2.23*	-0.59*	-0.1**	0.59*
MA _{i,t-1} SG _{i,t-1}	-	-0.22*	-	-0.16*	-0.18*	-0.17*
MA _{i,t-2}	-	0.76*	-1.54*	-0.99*	-0.7*	0.15*
MA _{i,t-2} SG _{i,t-1}	-	-	-	-0.32*	-0.54*	-0.66*
MA _{i,t-3}	-	-	-0.59*	-1.4*	-1.39*	-0.64*
MA _{i,t-3} SG _{i,t-1}	-	-	-	5.56*	4.64*	2.55*
BusyCEO _{i,t}	-	-	-	-	-0.51*	-
M&A _{i,t} BusyC EO _{i,t}	-	-	-	-	2.8*	-
BusyBoard _{i,t}	-	-	-	-	-	-0.38*
M&A _{i,t} Busy Board _{i,t}	-	-	-	-	-	7.13*
Cons	0.5*	0.76*	0.62*	1.09*	1.15*	0.79*
<i>p-value</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>N</i>	258	258	258	258	258	258

Значимые на 5% уровне значимости переменные отмечены знаком «*».

Значимые на 10% уровне значимости переменные отмечены знаком «*».

Базируясь на полученных результатах, мы можем сделать соответствующие выводы по гипотезам исследования, которые были сформулированы ранее (Таблица 9):

Таблица 9

Результаты тестирования гипотез

Гипотеза	Гипотеза принята/отклонена
<i>H1: Имеет место больший рост компаний, совершивших сделку M&A, в году после сделки, чем компаний, её не заключавших.</i>	Отклонена

<i>H2: Имеет место меньший рост компаний, совершивших сделку M&A, через два года после сделки, чем компаний, её не заключавших.</i>	Принята
<i>H3: Нет различий в росте компаний, совершивших сделку три года назад и компаний, её не заключавших.</i>	Отклонена
<i>H4: Имеет место меньший рост компаний, в которых CEO является занятым, чем компаний, в которых CEO не совмещает несколько директорских позиций.</i>	Принята
<i>H5: Имеет место больший рост поглощающих компаний в год совершения сделки M&A, в которых CEO является занятым, чем поглощающих компаний, в которых CEO не совмещает несколько директорских позиций.</i>	Принята
<i>H6: Имеет место больший рост компаний, в которых совет директоров является занятым, чем компаний, в которых совет директоров не является занятым.</i>	Отклонена
<i>H7: Имеет место больший рост поглощающих компаний в год совершения сделки M&A, в которых совет директоров является занятым, чем поглощающих компаний, в которых совет директоров не является занятым.</i>	Принята

Проведённый анализ позволил протестировать все выдвинутые в данном исследовании гипотезы. Первая и третья гипотезы исследования были отвергнуты, по причине того, что большинство моделей показали меньший рост поглощающих компаний в следующие за сделкой три года, что не соответствует результатам, полученным [Park, Jang, 2011], и говорит о том, что различие между ростом поглощающих компаний и компаний-аналогов действительно есть, однако в случае с пулом компаний, которые анализировались в данном исследовании, рост в три года после совершения сделки меньше у поглощающих компаний. Кроме того, была принята вторая гипотеза, что говорит о том, что эффект от сделки становится отрицательный на второй год.

Говоря о гипотезах, касающихся занятости CEO и СД, то все они были приняты, кроме шестой. Таким образом, в целом рост компаний, CEO и СД в которых заняты, меньше, чем компаний, где CEO и совет нельзя так классифицировать, однако в случае с поглощающими компаниями, ситуация получается обратная: здесь наблюдается больший рост компаний при наличии занятого генерального директора и СД.

3.5. Выводы исследования

Результаты данного исследования позволяют сделать некоторые выводы о росте компаний после совершения сделок M&A, а также о роли занятости CEO и совета директоров в формировании и поддержании роста компании.

Во-первых, результаты большинства моделей показывают, что имеется различие в росте компаний, которые совершали сделки по слияниям и поглощениям в

предшествующие три года, и тех, кто таких сделок не осуществлял: рост первых оказался в большинстве случаев меньше. Стоит также отметить, что отдача от сделок в росте компании в предыдущем году тоже отрицательно связана с текущим ростом компании. В данном исследовании исключение составляет лишь отдача в приросте продаж предыдущего года через три года после сделки М&А: в данной ситуации связь положительная. Данные результаты частично совпали с результатами исследователей [Park, Jang, 2011]: авторы работы также обнаружили меньший рост поглощающих компаний во второй год после сделки. Однако в данном исследовании был обнаружен больший рост компаний-хищников в следующем за сделкой годом, а в третий год они не обнаружили различий между поглощающими компаниями и компаниями-аналогами. Опираясь на такие результаты, мы можем сделать вывод о том, что в компаниях отрасли электро- и теплоэнергетики, которые совершали сделки М&А в период с 2007 по 2011 годы, рост после сделки оказался в среднем ниже, чем у аналогичных им компаний из этой же отрасли, которые не заключали подобных сделок за данный период. Это может, в свою очередь, навести на мысль о том, что, возможно, эффект от таких сделок был, скорее, негативный.

Во-вторых, в данном исследовании проводился анализ роли занятости генерального директора во всём процессе слияния или поглощения и обнаружилось, что в среднем в целом рост компаний, CEO которых «перегружен» большим количеством обязанностей в нескольких организациях, меньше, чем у тех, кто не имеет занятого генерального директора. Данные результаты дополняют работы [Fitch, Shivdasani, 2006; Cashman et al, 2012; Chou et al, 2013], которые также обнаружили более низкую результативность компаний, CEO которых может быть классифицирован как занятый. Однако, когда речь заходит именно о поглощающих компаниях, то здесь выводы получаются обратные и рост таких компаний в год совершения сделки больше по сравнению с теми, кто не осуществлял сделку М&А. Такие результаты совпадают с выводами авторов [Benson et al., 2014], которые тоже обнаружили более высокую результативность сделок у компаний, в которых CEO поглощающей компании занят, подтверждая репутационную гипотезу, которая уже была упомянута ранее. Это может привести к выводу о том, что, возможно, в такого рода компаниях роль CEO велика и его богатый опыт, разносторонние знания и связи играют не малую роль в успехе компании, в частности в случаях заключения сделок М&А в рассматриваемые в данной работе года.

В-третьих, переходя к последней части исследования, связанной с занятостью самого совета директоров компании, отметим в целом в среднем по выборке меньше рост компаний, СД которых может быть классифицирован как занятый. Этот результат совпадает с рядом исследований [Fich, Shivdasani, 2006; Ahn et al, 2010; Andres, Lehmann,

2010] и подтверждает гипотезу о том, что занятые директора могут быть слишком перегружены, чтобы справляться со своими обязанностями качественно и оперативно. Однако если сравнивать поглощающие компании и компании-аналоги, которые были использованы в данной модели, то получается, что рост таких компаний при наличии занятого совета оказывается выше в год заключения сделки, что может быть объяснено тем, что ценный человеческий капитал СД играет немалую роль в реализации успешной сделки М&А поглощающей компанией и постинтеграции организации и её росте после совершения сделки по слиянию или поглощению. Данный результат также совпадает с рядом работ [Harris, Shimizu, 2004; Chen, Lai, Chen, 2015]. Значит в электро- и теплоэнергетических компаниях России, которые вошли в данную выборку, для компаний наличие в составе совета директоров членов, которые обладают более обширным опытом, интегрированными знаниями и ценными связями, может быть очень полезно для компании для увеличения результативности сделки М&А.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная выпускная квалификационная работа посвящена исследованию взаимосвязи между результативностью сделок M&A и занятостью CEO компании и её совета директоров.

Целью работы является выявление взаимосвязи результативности сделок по слияниям и поглощениям и корпоративного управления, а именно наличия в компании занятого генерального директора и занятого совета директоров.

Подготовительной частью исследования можно считать анализ классических монографий, современных исследований и нормативной базы российского законодательства по данной теме, который был представлен в первой и второй главах. В первой главе были даны основные определения, касающиеся темы слияний и поглощений, упомянуты основные «игроки» в такого рода процессах в организации, описаны основные этапы сделок, упомянуты основные тенденции последнего десятилетия развития рынка M&A в развивающихся странах, в том числе в России, проанализированы предыдущие работы, направленные на изучение результативности сделок по слияниям и поглощениям, а также выдвинута часть гипотез исследования.

Во второй главе проанализированы основные характеристики CEO компании, особенное внимание уделяется их влиянию на результативность компании. Кроме того, в данной части затрагиваются вопросы, касающиеся тематике «совет директоров» и лиц, входящих в состав этого органа управления. Наконец, особый акцент сделан на анализе проблемы занятости как CEO, так и СД компании, обращая особое внимание на взаимосвязь данной характеристики и результативности компаний. Также во второй главе была выдвинута другая часть гипотез исследования.

В третьей главе представлены результаты эмпирического исследования, направленного на выявление взаимосвязи между результативностью сделок M&A и занятостью CEO компании и её совета директоров. Анализ проводился на выборке из российских публичных компаний отрасли электро- и теплоэнергетики, которые совершали поглощение в период с 2007 по 2011 годы, а также компаний-аналогов, которые такого рода сделки не заключали.

По результатам исследования, было обнаружено, что в целом рост поглощающих компаний выборки в последующие за сделкой три года ниже, чем у компаний, которые сделки M&A не совершали, что лишь частично совпадает с результатами, полученными в работе [Park, Jang, 2011]. Кроме того, отдача от сделки в приросте продаж предыдущего года в большинстве случаев тоже негативно связана с приростом продаж этого года, исключение составляет лишь взаимосвязь такой отдачи и роста компании в текущем году

через три года после сделки: здесь связь положительная. Такие результаты могут говорить о том, что, возможно, эффект от сделок M&A в данной отрасли отрицательный. Возможно, различные процессы, происходящие в компании после заключения сделки, то есть в период интеграции, а также особенности отрасли не позволяют компаниям увеличить их результативность после сделок. Таким образом, может быть, компаниям данной отрасли стоит не раз обдумать решение о поглощении той или иной компании и быть готовыми к тому, что отдача от таких сделок в виде роста компании может быть не всегда положительная.

Переходя ко второй части исследования, а именно к анализу взаимосвязи результативности M&A и занятость CEO, стоит отметить, что в целом рост компаний, генеральный директор которых занимает три и более директорские позиции в разных компаниях, оказался ниже, чем у тех компаний, где директор не совмещает несколько директорских позиций. Это может ещё раз говорить о гипотезе занятости и сходится с выводами ряда авторов [Fitch, Shivdasani, 2006; Cashman et al, 2012; Chou et al, 2013]. То есть, возможно, такие директора слишком перегружены для того, чтобы максимально эффективно справляться с возложенными на них обязательствами, что может наводить на мысль о том, что компаниям, возможно, стоит вводить ограничения в кодексах на количество позиций в разных компаниях, которые может занимать один CEO.

Однако переходя к разговору о поглощающих компаниях, результат получается обратный: такие компании показывают больший рост в год совершения сделки по результатам данного исследования, что может наводить на мысль о том, что наличие CEO, который обладает богатым опытом, разносторонними знаниями и связями, может быть выгоден для компании при заключении такого рода сделок, используя свой человеческий капитал на благо компании.

Наконец, переходя к вопросу занятости СД, то опять же в целом рост компаний, совет которых может быть классифицирован как занятый, меньше, чем компаний, в которых СД не является таковым, что сходится с работами авторов [Fich, Shivdasani, 2006; Ahn et al, 2010; Andres, Lehmann, 2010]. Возможно, компаниям стоит задуматься о том, что директора, которые совмещают большое количество директорских позиций, могут быть слишком перегружены, чтобы справляться со своими обязанностями качественно и оперативно, таким образом нанося вред результативности компании.

Однако в случае с поглощаемыми компаниями результат получился обратный: рост таких компаний в год совершения сделки выше, чем рост компаний, СД которых не может быть классифицирован как занятый, что может говорить о том, что ценный человеческий капитал СД играет немалую роль в реализации успешной сделки M&A поглощающей

компанией, а также постинтеграции организации и её росте после совершения сделки по слиянию или поглощению. Данный результат совпадает с выводами исследователей [Harris, Shimizu, 2004; Chen, Lai, Chen, 2015]. Возможно, российским компаниям отрасли электро- и теплоэнергетики, которые планируют заключать сделку M&A, стоит обратить внимание на то, что богатый опыт и знания, касающиеся различных областей, которыми обладают занятые директора могут быть полезны для заключения выгодной для компании сделки по поглощению.

Следует подчеркнуть, что полученные результаты имеют ряд ограничений, в частности: выборка состояла только из публичных российских компаний электро- и теплоэнергетики. Кроме того, она была сформирована на базе информации, полученной из базы данных ZEPHYR Bureau van Dijk, которая, к сожалению, включает в себя не полную информацию о существующих сделках по слияниям и поглощениям. Кроме того, по некоторым компаниям информация частично отсутствовала, что потребовало сократить изначальную выборку.

Тема остаётся актуальной и по сей день и может иметь ещё много различных направлений для изучения.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Беликов И.В. Модернизация: корпоративное управление и инновации / Беликов И.В., Вербицкий В.К., Пономарёв А.К. // Экономические стратегии. – 2010. - №9.
2. Билайну удалось согласовать крупнейшую покупку в истории телекома России CNews [Электронный ресурс] : Билайну удалось согласовать крупнейшую покупку в истории телекома России - Электрон. дан. – сор. 1995-2016. – URL: http://www.cnews.ru/news/top/bilajnu_udalos_soglasovat_krupnejshuyu (дата обращения 09.01.2016).
3. В Вымпелкоме одобрили условия объединения с WIND TELECOM S.p.A. – Сотовик [Электронный ресурс] : В Вымпелкоме одобрили условия объединения с WIND TELECOM S.p.A. / СОТОВИК - Электрон. дан. – сор. 2014. – URL: <http://www.sotovik.ru/news/vimpelcom-odobreni-usloviya-wind-tel-spa.html> (дата обращения 10.01.2016).
4. ВЕДОМОСТИ – Реакция рынка на слияние Vimpelcom Ltd. и Wind Telecom была минимальной [Электронный ресурс] : Реакция рынка на слияние Vimpelcom Ltd. и Wind Telecom была минимальной - Электрон. дан. – сор. 1999-2015. – URL: http://www.vedomosti.ru/technology/articles/2011/03/18/rynok_smirilsya (дата обращения 09.01.2016).
5. ВЕДОМОСТИ – Рейтинг: 15 крупнейших слияний и поглощений [Электронный ресурс] : 15 крупнейших слияний - Электрон. дан. – сор. 1999-2014. – URL: <http://press.beeline.ru/releases/index.wbp?id=2d4a1ed6-226e-40d4-a039-62dfe8b12696&page=4&yr=2011&m=4&mode=ynd> (дата обращения 10.01.2016).
6. Ведомости [Электронный ресурс] : «Вымпелком» закрыл сделку с Wind Telecom - Электрон. дан. – сор. 1999-2015. – URL: http://www.vedomosti.ru/companies/news/1254787/vympelkom_zakryl_sdelku_s_wind_telecom (дата обращения 10.01.2016).
7. Вести экономики – В М&А на первый план выходят развивающиеся рынки [Электронный ресурс] : В М&А на первый план выходят развивающиеся рынки - Электрон. дан. – сор. 2011-2016. – URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/31940> (дата обращения 11.02.2016).
8. Галпин Т. Дж. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний. Методы и процедуры интеграции на всех уровнях организационной иерархии / Тимоти Дж. Галпин, Марк Хендон. – Москва [и др.] : Издательский дом «Вильямс», 2005

9. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов/ Асват Дамодаран; пер. с англ. – 5-е изд. - Москва: Альпина Бизнес Букс, 2008.
10. Дурнев А. Влияние корпоративного управления на рыночную стоимость акций: международный опыт
11. Кодекс корпоративного управления [Электронный ресурс] / Служба Банка России по финансовым рынкам. - Режим доступа: <http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislat..> (дата обращения: 15.05.2016).
12. Логинов А. Независимый директор: кому он служит? // Корпоративные стратегии. – 2006.- №6
13. Независимый директор [Электронный ресурс] : Независимый директор - Электрон. дан. – сор. 2002-2014. – URL: http://www.nand.ru/professional-information/and_media/4625/ (дата обращения 08.05.2015).
14. Об акционерных обществах : федер. закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ : принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа:https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 15.04.2016).
15. Опрос членов советов директоров [Электронный ресурс] : Опрос членов советов директоров - Электрон. дан. – сор. 2014-2015. – URL: www.pwc.ru/boardsurvey/ru (дата обращения 03.03.2015).
16. Радыгин А.Д. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы / Радыгин А.Д., Энтонов Р.М., Абрамов А.Е. // Институт экономики переходного периода. – 2007.
17. Рынок слияний и поглощений в России в 2014 году [Электронный ресурс] : Рынок слияний и поглощений в России в 2014 году - Электрон. дан. – сор. 2015. – URL: https://www.kpmg.com/RU/ru/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/S_M_A_4r_2015.pdf (дата обращения 30.01.2016).
18. Слияния и поглощения [Электронный ресурс] : Российский рынок M&A движется к восстановлению - Электрон. дан. – сор. 1996-2016. – URL: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2016/04.htm> (дата обращения 01.05.2016).
19. Слияния и поглощения [Электронный ресурс] : Слияния и поглощения - Электрон. дан. – сор. 1996-2016. – URL: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2015/06.htm> (дата обращения 30.01.2016).
20. Статья – Журнал Проблемы современной экономики [Электронный ресурс] : Слияния и поглощения как основной способ роста крупных корпораций - Электрон.

- дан. – сор. 2002-2015. – URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=1751> (дата обращения 03.03.2016).
21. Чем хорош контрольный пакет?. [Электронный ресурс] // Корпоративный менеджмент - Режим доступа: http://www.cfin.ru/investor/control_benefits.shtml?printversion, свободный. – Заглавие с экрана.
 22. Ъ –Украина – Новости - Vimpelcom купил Wind Telecom [Электронный ресурс] : Vimpelcom купил Wind Telecom - Электрон. дан. – сор. 1991-2015. – URL: <http://www.kommersant.ru/doc/1744877> (дата обращения 10.01.2016).
 23. Ahn, S., Jiraporn, P., Kim, Y. Multiple directorships and acquirer returns.// Journal of Banking & Finance. 2010
 24. Ahn, S., Jiraporn, P., Kim, Y.S., Multiple directorships and acquirer returns// Journal of Banking& Finance. 2010
 25. Aybar, B., Ficici, A. 2009. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging- market multinationals.// Journal of International Business Studies. 2009
 26. Aybar, B., Ficici, A. Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals.// Journal of International Business Studies. 2009
 27. Bebchuk, L., Cremers, M. , Peyer, U. The CEO pay slice.// Journal of Financial Economics. 2011
 28. Bednarczyk, T. P., Schiereck, D., Walter, H. N. Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Evidence from the energy industry in Central and Eastern.// Europe. Journal for East European Management Studies. 2010
 29. Benson B., Davidson W. III, Davidson T.R. and Hongxia Wang. Do busy directors and CEOs shirk their responsibilities? Evidence from mergers and acquisitions// The Quarterly Review of Economics and Finance. 2014.
 30. Bertrand, M., Schoar, A. Managing with style: the effect of managers on firm policies.// Quarterly Journal of Economics. 2003
 31. Bhagat, S., Malhotra, S., Zhu, P. C. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants.// Emerging Markets Review. 2011
 32. Bloom, N., Genakos, C., Sadun, R., Van Reenen, J. Management practices across firms and countries.// Academy of Management Perspectives. 2012
 33. Boeker, W.. Strategic change: The influence of managerial characteristics and organizational growth.// Academy of Management Journal. 1997

34. Booth J., Deli D. Factors Affecting the Number of Outside Directorships Held by CEOs.// Journal of Financial Economics. 1996
35. Bowman, E.H., Helfat, C.E. Does corporate strategy matter?// StrategicManagementJournal. 2001
36. Brealey, Richard A. Principles of corporate finance / Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. - 7th ed. - Boston [etc.] : McGraw-Hill/Irwin, 2008.
37. Brickley J., Linck J., Coles J. What Happens to CEOs After They Retire? New Evidence on Career Concerns, Horizon Problems, and CEO Incentives.// Journal of Financial Economics. 1999
38. Carpenter, M.A., Geletkanycz, M.A., Sanders, W.G. Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition.//.Journal of Management. 2004
39. Cashman G., Gillan S., Jun C. Going Overboard? On Busy Directors and Firm Value.// Journal of Bankingand Finance. 2012
40. Caves, R.E. Mergers, takeovers, and economic efficiency: foresight vs. hindsight.// Journal of Management 1989
41. Chakrabarti, A.K. Organizational factors in post-acquisition performance Journal of Economics and Business. 1990
42. Chappell H., Cheng J., Cheng D. Firms' Acquisition Decisions and Tobin's Q Ratio.// Journal of Economics and Business. 1984
43. Chatterjee, A., & Hambrick, D.C. It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. Administrative.//Science Quarterly. 2007
44. Chen L.-Y., Lai J.-H., Chen C. Multiple Directorships and the Performance of Mergers & Acquisitions// The North American Journal of Economics and Finance. 2015
45. Chi J., Sun Q., Young M. Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets// Emerging Markets Review. 2011
46. Clark, K., Ofek, E. Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation.// European Management Journal. 1994
47. Cohen, L. H., C. J. Malloy and A. Frazzini. Sell-Side School Ties.// Journal of Finance.2010
48. Coles, J., Hoi, C New evidence on the market for directors: board membership and Pennsylvania Senate Bill 1310.// Journal of Finance. 2003

49. Cording, M., Christman, P., & King, D. Reducing casual ambiguity in acquisition integration: Intermediate goals as mediators of integration decisions and acquisition performance.// *Academy of Management Journal*. 2008
50. Cosh, A.D., Hughes, A., Lee, K., Singh, A.. Institutional investment, mergers and the market for corporate control.// *International Journal of Industrial Organization*. 1989
51. Cotter J., Shivdasani A., Zenner M. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?// *Journal of Financial Economics*. 1997
52. Danbolt, J. Target company cross-border effects in acquisitions into the UK.// *European Financial Management*. 2004
53. Demsetz H., Lehn K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences.// *Journal of Political Economy*. 1985
54. DePamphilis D. M. Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities/ Donald M. DePamphilis. – 8nd ed. – Academic Press
55. Doukas, J., Petmezas, D. Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias.// *European Financial Management*. 2007
56. Dyck A. Private Benefits Of Control: An International Comparison / A. Dyck, L. Zingales // *Journal of Finance*. – 2004. – Vol. 59, №2.
57. Eije, H. V. Wiegerinck, H. Shareholders' reactions to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference?// *International Business Review*. 2010
58. Eliezer M. Fich, Lawrence J. White. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards?// *Journal of Corporate Finance*. 2005
59. Elyas Elyasiani, Ling Zhang. Bank holding company performance, risk, and “busy” board of directors// *Journal of Banking & Finance*. 2015.
60. Elyasiani E., Zhang L. Bank holding company performance, risk, and “busy” board of directors// *Journal of Banking & Finance*. 2015
61. Evans D. The Relationship Between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries// *The Journal of Industrial Economics*. 1987
62. Fahlenbrach, R. Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance.// *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2009
63. Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control.// *Journal of Law and Economics*. 1983
64. Fang, T., Fridh, C., Schultzberg, S. Why did the Telia–Telenor merger fail?// *International Business Review*. 2004

65. Ferris S., Jagannathan M., Pritchard A. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments.// Journal of Finance. 2003
66. Fich, E.M., White, L.J. CEO compensation and turnover: the effects of mutually interlocked boards.// Wake Forest Law Review. 2003
67. Field L., Lowry M., Mkrtchyan A. Are Busy Boards Detrimental?// Journal of Financial Economics. 2013
68. Finkelstein, S. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation.// Academy of Management Journal. 1992
69. Forbes, D. Are some entrepreneurs more overconfident than others?// Journal of Business Venturing. 2005
70. Franks, J.R., Harris, R.S., Mayer, C. Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States, Corporate Takeovers: Causes and Consequences.// University of Chicago Press. 1988
71. Freeman, R.E. Strategic Management: A Stakeholder Approach.// Pitman, Boston. 1984
72. Ghosh, A. Does operating performance really improve following corporate acquisitions?// Journal of Corporate Finance. 2011
73. Gilson S. Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders.// Journal of Financial Economics. 1990
74. Goergen M., Renneboog L. Inside the Boardroom.// Journal of Corporate Finance. 2014
75. Gomes, E., Angwin, D.N., Weber, Y., Tarba, S.Y. Critical success factors through the mergers and acquisitions process: revealing pre- and post-M&A connections for improved performance.// Thunderbird International Business Review. 2013
76. Gugler, K., Mueller, D.C., Weichselbaumer, M. The determinants of merger waves: an international perspective.// Journal of Economics and Business. 2012
77. Gugler, K., Mueller, D.C., Yurtoglu, B.B., Zulehner, C. The effects of mergers: an international comparison// Journal of Economics and Business. 2003
78. Halebian, J. J., Kim, J. Y. J., Rajagopalan, N. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behaviour: Evidence from the U.S. commercial banking industry.// Academy of Management Journal. 2006
79. Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. The seasons of a CEO's tenure.// Academy of Management Review. 1991
80. Hambrick, D.C. Upper echelons theory: An update.// Academy of Management Review. 2007
81. Hambrick, D.C., Mason, P.A. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers.// Academy of Management Review. 1984

82. Harris I., Shimizu K. Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors.// Journal of Management Studies. 2004
83. Healy, P., Palepu, K., Ruback, R. Does corporate performance improve after mergers?// Journal of Financial Economics. 1992
84. Heaton, J. Managerial optimism and corporate finance.// Financial Management. 2002
85. Herrmann, P., & Datta, D. K. CEO successor characteristics and the choice of foreign market entry mode: An empirical study.// Journal of International Business Studies. 2002
86. Hogarty, T.F. The profitability of corporate mergers.// The University of Chicago Press Journal. 1970
87. Horton, J., Y. Millo and G. Serafeim. Resources or Power? Implications of Social Networks on Compensation and Firm Performance.// Journal of Business Finance and Accounting. 2012
88. Hoshino, The performance of corporate mergers in Japan.// Journal of Business Finance & Accounting. 1982
89. Hoskisson, R.E., Hitt, M.A., Wan, W.P., & Yiu, D. Theory and research in strategic management: Swings of a pendulum.// Journal of Management. 1999
90. Ikeda, K., Doi, N. The performances of merging firms in Japanese manufacturing industry: 1964-75// The Journal of Industrial Economics. 1983
91. Jacobsen S. The death of the deal: Are withdrawn acquisition deals informative of CEO quality?// Journal of Financial Economics. 2014
92. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.// Journal of Financial Economics. 1976
93. Jiraporn P., Davidson W. III, DaDalt P. and Ning Y.. Too busy to show up? An analysis of directors' absences// The Quarterly Review of Economics and Finance. 2009.
94. Jiraporn, P, Chintrakarn, P. , Liu, Y. Capital structure, CEO dominance, and corporate performance// Journal of Financial Services. 2011
95. Johnson L. A fresh look at director "independence": mutual fund fee litigation and Gartenberg at twenty-five // 2010
96. K. Park, S.Jang. Mergers and acquisitions and firm growth: Investigating restaurant firms// International Journal of Hospitality Management. 2011.
97. Kaplan S., Reishus D. Outside Directorships and Corporate Performance.// Journal of Financial Economics. 1990
98. Kim K., Mauldin E., Patro P. Outside Directors and Board Advising and Monitoring Performance.// Journal of Accounting and Economics. 2014

99. KPMG 2016 M&A Survey report [Электронный ресурс] : 2016 M&A Outlook Survey - Электрон. дан. – сор. 2016. – URL: <http://info.kpmg.us/ma-survey/index.html> (дата обращения 01.05.2016).
100. Kumar, M.S. Growth, acquisition activity and firm size: evidence from the United Kingdom.// The Journal of Industrial Economics. 1985
101. Kumar, S., Bansal, L.K. The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India// Management Decision. 2008
102. Larsson, R., Finkelstein, S. Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: a case survey of synergy realization// Organization Science. 1999
103. Li X., Wang J., Dong D. Busy Boards and Corporate Performance.// China Finance Review International. 2013
104. Linn, S.C., Switzer, J.A. Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions?// Journal of Banking&Finance. 2001
105. Lubatkin, M. Mergers and the performance of the acquiring firm// Academy of Management Review. 1983
106. M. Thenmozhi, P.C. Narayanan. Rule of law or country level corporate governance: What matters more in emerging market acquisitions?// Research in International Business and Finance. 2016.
107. Malmendier, U., Tate, G. CEO overconfidence and corporate investment.// Journal of Finance. 2005
108. Malmendier, U., Tate, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction.// Journal of Financial Economics. 2008
109. Masulis R., Mobbs S. Independent Director Incentives: Where Do Talented Directors Spend Their Limited Time and Energy?// Journal of Financial Economics. 2014
110. Mata J. Firm Growth during Infancy// Small Business Economics. 1994
111. Méndez C.F., Pathan S., García R.A. Monitoring capabilities of busy and overlap directors: Evidence from Australia.// Pacific-Basin Finance Journal. 2015
112. Miller, D., Toulouse, J. -M. Chief executive personality and corporate strategy and structure in small firms.// Management Science. 1986
113. Min J., Prather L. Tobin's q, agency conflicts, and differential wealth effects of international joint ventures//Global Finance Journal. 2001
114. Mizruchi M., Stearns L. A Longitudinal Study of Borrowing by Large American 22 Corporations.// Administrative Science Quarterly. 1994

115. Moore W., Craigwell R., Maxwell C. Financing Preferences and Firm Growth.// Savings and Development. 2005
116. Morse, A. , Nanda, V. , Seru, A.. Are incentive contracts rigged by powerful CEOs?// Journal of Finance. 2011
117. Mr. Abhishek Gupta, Dr. B. S. Hothi, Dr. S. L. Gupta. Corporate: Independent Directors in the Board / // Global Journal of Management and Business Research. 2011.
118. Mueller, D.C. Mergers and market share.// The Review of Economics and Statistics. 1985
119. Mullins W., Schoar A. How do CEOs see their roles? Management philosophies and styles in family and non-family firms.// Journal of Financial Economics. 2016
120. Myers, S.C., Majluf, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have.// Journal of Financial Economics. 1984
121. Nolan Gaffney, Rusty Karst, Jack Clampit. Emerging market MNE cross-border acquisition equity participation: The role of economic and knowledge distance // International Business Review. 2016.
122. Odagiri, H., Hase, T. Are mergers and acquisitions going to be popular in Japan too?: an empirical study.// International Journal of Industrial Organization. 1989
123. Olivier Bertrand, Marie-Ann Betschinger. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers // Journal of Comparative Economics. 2012.
124. Pangarkar, N., Lim, H. Performance of foreign direct investment from Singapore// International Business Review. 2003
125. Papadakis, V.M., Thanos, I.C. Measuring the performance of acquisitions: an empirical investigation using multiple criteria.// International Business Review. 2010
126. Perrez-Gonzar lez, F. Inherited control and firm performance.// American Economic Review. 2006
127. Pfeffer J. Size and Composition of Corporate Boards of Directors.// Administrative Science Quarterly. 1972
128. Pornsit Jiraporn, Wallace N. Davidson III, Peter DaDalt and Yixi Ning. Too busy to show up? An analysis of directors' absences// The Quarterly Review of Economics and Finance. 2009.
129. PwC - Сквозь призму кризиса: роль советов директоров российских компаний [Электронный ресурс] : Сквозь призму кризиса: роль советов директоров российских компаний - Электрон. дан. – сор. 2015. – URL: <http://www.pwc.ru/boardsurvey> (дата обращения 08.05.2015).

130. PwC – Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях [Электронный ресурс] : Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях - Электрон. дан. – сор. 2015. – URL: <http://www.pwc.ru/boardsurvey/ru> (дата обращения 08.05.2015).
131. Rakesh Pandey, Chaiporn Vithessonthi, Mansi Mansi. Busy CEOs and the performance of family firms// Research in International Business and Finance. 2015.
132. Sarkar J., Sarkar S. Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India.// Pacific-Basin Finance Journal. 2009
133. Schoenberg, R. Measuring the performance of corporate acquisitions: an empirical comparison of alternative metrics// British Journal of Management. 2006
134. Schweiger, D.M., Denisi, A.S. Communication with employees following a merger: a longitudinal field experiment// Academy of Management Journal. 1991
135. Sergey Lebedev, Mike W. Peng, En Xie, Charles E. Stevens. Mergers and acquisitions in and out of emerging economies // Journal of World Business. 2015.
136. Sharma, D.S., Ho, J. The impact of acquisitions on operating performance: some Australian evidence// Journal of Business Finance and Accounting. 2002
137. Shavin Malhotra, K. Sivakumar, PengCheng Zhu. A comparative analysis of the role of national culture on foreign market acquisitions by U.S. firms and firms from emerging countries // Journal of Business Research. 2011.
138. Shivdasani A., Yermack D. CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis.// Journal of Finance. 1999
139. Shivdasani. Board composition, ownership structure and hostile takeovers // Journal of Accounting and Economics. 1993.
140. Slangen, A.H. National cultural distance and initial foreign acquisition performance: the moderating effect of integration// Journal of World Business. 2006
141. Smith, A., Houghton, S.M., Hood, J.N., & Ryman, J.A. Power relationships among top managers: Does top management team power distribution matter for organizational performance?// Journal of Business Research. 2006
142. Sudarsanam, S., Mahate, A. A. . Glamour acquirers, method of payment and post-acquisitions firm value: The UK evidence.// Journal of Business Finance & Accounting. 2003
143. Taketoshi, R. A Study on the Mergers in Japanese Manufacturing Industry.// University of Tsukuba. 1984

144. Tang R.Y.W. Mergers and Acquisitions in Asia. A global perspective / Roger Y.W.Tang, Ali M. Metwalli. – 3 th edition – Routledge.
145. Taylor, R. Age and experience as determinants of managerial information processing and decision making performance.// Academy of Management Journal. 1975
146. Tuch, C., O’Sullivan, N. The impact of acquisitions on firm performance: a review of the evidence// International Journal of Management Reviews. 2007
147. Very, P., Schweiger, D.M. The acquisition process as a learning process: evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals.// Journal of World Business. 2011
148. Villalonga, B., Amit, R.. How do family ownership, control, and management affect firm value?// Journal of Financial Economics. 2006
149. Yasuda T. Firm Growth, Size, Age and Behavior in Japanese Manufacturing// Small Business Economics. 2005
150. Yeh, T.-m., Hoshino, Y. Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers.// Japan and the World Economy. 2002
151. Zingales L. What Determines The Value Of Corporate Votes? // Quarterly Journal of Economics. – 1995. – Vol. 110, №4. – P. 1047-1073.
152. Zollo, M., Meier, D. What is M&A performance?// Academy of Management Perspectives. 2008

ПРИЛОЖЕНИЕ

Приложение 1. Описательная статистика (из Stata 12)

```
. sum SGt if MAnoMA==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	144	.4231218	1.245696	-.9989643	7.998961

Рис. 9 Описательная статистика по переменной SG_t для поглощающих компаний

```
. sum SGt if MAnoMA==0
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	200	.1528601	.5804768	-.9992996	6.865017

Рис. 10 Описательная статистика по переменной SG_t для не поглощающих компаний

```
. sum SGt if year==2007
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	43	.3010967	1.085359	-.7870401	6.865017

```
. sum SGt if year==2008
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	43	.8429149	1.85375	-.3974101	7.998961

```
. sum SGt if year==2009
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	43	.2172414	.4915575	-.6075639	3.119738

```
. sum SGt if year==2010
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	43	.2058016	.1592365	-.552799	.5292872

```
. sum SGt if year==2011
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	43	.2664204	.8718739	-.3124844	5.636768

Рис. 11 Описательная статистика по переменной SG_t по годам

```
. sum SGt if MAt_1==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	20	.2668094	.5079061	-.0797894	2.284941

```
. sum SGt if MAt_2==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	19	.0756813	.1915419	-.6075639	.3137651

```
. sum SGt if MAt_3==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
SGt	18	.3504481	1.358107	-.9989643	5.636768

Рис. 12 Описательная статистика по переменной SG_t (три года после сделки M&A)

```
. sum NumberCEOt if MAnoMA==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
NumberCEOt	144	3.423611	4.034085	1	27

```
. sum NumberCEOt if MAnoMA==0
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
NumberCEOt	200	1.86	1.635166	1	11

Рис. 13 Описательная статистика по переменной $NumberCEO_t$ (Количество директорских позиций, занимаемых CEO) для поглощающих и не поглощающих компаний

```
. sum BusyCEOt if MAnoMA==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
BusyCEOt	144	.3611111	.4819992	0	1

```
. sum BusyCEOt if MAnoMA==0
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
BusyCEOt	200	.195	.3971949	0	1

Рис. 14 Описательная статистика по переменной $BusyCEO_t$ для поглощающих и не поглощающих компаний

```
. sum BusyBoardt if MAnoMA==1
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
BusyBoardt	144	.6736111	.4705281	0	1

```
. sum BusyBoardt if MAnoMA==0
```

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
BusyBoardt	200	.275	.4476348	0	1

Рис. 15 Описательная статистика по переменной $BusyBoard_t$ для поглощающих и не поглощающих компаний

Приложение 2. Тесты на равенство средних (из Stata 12)

```
. ttest SGt, by(MAnoMA)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	200	.1528601	.0410459	.5804768	.0719193	.2338008
1	144	.4231218	.103808	1.245696	.2179254	.6283182
combined	344	.2659929	.0500076	.9275035	.1676326	.3643531
diff		-.2702617	.1004581		-.4678552	-.0726681

diff = mean(0) - mean(1) t = -2.6903
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 342

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0037 Pr(|T| > |t|) = 0.0075 Pr(T > t) = 0.9963

Рис. 16 Тест на равенство средних (SG_i)

```
. ttest NumberCEOt, by(MAnoMA)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	200	1.86	.1156237	1.635166	1.631995	2.088005
1	144	3.423611	.3361738	4.034085	2.759099	4.088123
combined	344	2.514535	.1611436	2.988768	2.197581	2.831489
diff		-1.563611	.3160059		-2.185171	-.9420513

diff = mean(0) - mean(1) t = -4.9480
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 342

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0000 Pr(|T| > |t|) = 0.0000 Pr(T > t) = 1.0000

Рис. 17 Тест на равенство средних (NumberCEO_i)

```
. ttest BusyCEOt, by(MAnoMA)
```

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	200	.195	.0280859	.3971949	.1396158	.2503842
1	144	.3611111	.0401666	.4819992	.2817141	.4405081
combined	344	.2645349	.0238164	.4417277	.2176904	.3113794
diff		-.1661111	.0475055		-.2595509	-.0726713

diff = mean(0) - mean(1) t = -3.4967
Ho: diff = 0 degrees of freedom = 342

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0003 Pr(|T| > |t|) = 0.0005 Pr(T > t) = 0.9997

Рис. 18 Тест на равенство средних (BusyCEO_i)

Приложение 3. Результаты оценки параметров модели (1)

```
. xtabond SGt TDL REL MAt_1, lags(1) twostep artests(2)
```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs = 258
Group variable: comp Number of groups = 43
Time variable: year

Obs per group: min = 6
 avg = 6
 max = 6

Number of instruments = 25 Wald chi2(4) = 1546.29
 Prob > chi2 = 0.0000

Two-step results

	SGt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SGt						
L1.		.0379078	.0052315	7.25	0.000	.0276544 .0481613
TDL		-.6156322	.0395761	-15.56	0.000	-.6932 -.5380643
REL		-.7804763	.1032732	-7.56	0.000	-.9828881 -.5780645
MAt_1		-1.53266	.0655365	-23.39	0.000	-1.661109 -1.404211
_cons		.5027541	.0315719	15.92	0.000	.4408742 .5646339

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)SGt
Standard: D.TDL D.REL D.MAt_1

Instruments for level equation
Standard: _cons

Рис. 20 Результаты оценки параметров модели (1)

Приложение 4. Результаты оценки параметров модели (2)

```
. xtabond SGt TDL REL Mat_1 Mat_1SGt_1, lags(1) twostep artests(2)
```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs = 258
Group variable: comp Number of groups = 43
Time variable: year

Obs per group: min = 6
 avg = 6
 max = 6

Number of instruments = 26 Wald chi2(5) = 691706.19
 Prob > chi2 = 0.0000

Two-step results

SGt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
SGt						
L1.	.0000258	.0022349	0.01	0.991	-.0043544	.0044061
TDL	-2.084868	.0367758	-56.69	0.000	-2.156948	-2.012789
REL	-1.214339	.0926201	-13.11	0.000	-1.395871	-1.032807
Mat_1	.1432053	.0280555	5.10	0.000	.0882176	.1981931
Mat_1SGt_1	-.2168279	.003	-72.28	0.000	-.2227077	-.210948
_cons	.7560362	.0487187	15.52	0.000	.6605493	.8515231

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)SGt
Standard: D.TDL D.REL D.Mat_1 D.Mat_1SGt_1

Instruments for level equation
Standard: _cons

Рис. 21 Результаты оценки параметров модели (2)

```
. test Mat_1 Mat_1SGt_1
```

(1) Mat_1 = 0
(2) Mat_1SGt_1 = 0

chi2(2) =11764.84
Prob > chi2 = 0.0000

Рис. 22 Тест Фишера для модели (2)

Приложение 5. Результаты оценки параметров модели (3)

```
. xtabond SGt TDL REL MAt_1 MAt_2 MAt_3 , lags(1) twostep artests(2)
```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs = 258
Group variable: comp Number of groups = 43
Time variable: year

Obs per group: min = 6
 avg = 6
 max = 6

Number of instruments = 27 Wald chi2(6) = 2337.28
 Prob > chi2 = 0.0000

Two-step results

	SGt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SGt						
L1.		.0385646	.0029173	13.22	0.000	.0328469 .0442824
TDL		-.7796125	.0448475	-17.38	0.000	-.867512 -.6917131
REL		-.6269992	.0933184	-6.72	0.000	-.8098999 -.4440985
MAt_1		-2.224449	.0728527	-30.53	0.000	-2.367238 -2.08166
MAt_2		-1.537342	.0527373	-29.15	0.000	-1.640705 -1.433979
MAt_3		-.5914974	.0284925	-20.76	0.000	-.6473417 -.535653
_cons		.6199161	.0529086	11.72	0.000	.5162171 .7236151

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

Instruments for differenced equation

GMM-type: L(2/.)SGt

Standard: D.TDL D.REL D.MAt_1 D.MAt_2 D.MAt_3

Instruments for level equation

Standard: _cons

Рис. 23 Результаты оценки параметров модели (3)

Приложение 6. Результаты оценки параметров модели (4)

```
. xtabond SGt TDL REL Mat_1 Mat_1SGt_1 Mat_2 Mat_2SGt_1 Mat_3 Mat_3SGt_1, lags(1) twostep artests(2)
```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs = 258
Group variable: comp Number of groups = 43
Time variable: year

Obs per group: min = 6
avg = 6
max = 6

Number of instruments = 30 Wald chi2(9) = 301191.47
Prob > chi2 = 0.0000

Two-step results

	SGt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SGt						
L1.		-.0143694	.0038779	-3.71	0.000	-.0219699 -.0067689
TDL		-2.884637	.1277812	-22.57	0.000	-3.135084 -2.634191
REL		-1.37278	.1426902	-9.62	0.000	-1.652447 -1.093112
Mat_1		-.5911334	.0352466	-16.77	0.000	-.6602155 -.5220513
Mat_1SGt_1		-.1621344	.0054255	-29.88	0.000	-.1727681 -.1515007
Mat_2		-.9984696	.0604886	-16.51	0.000	-1.117025 -.8799141
Mat_2SGt_1		-.3199177	.084668	-3.78	0.000	-.4858639 -.1539715
Mat_3		-1.400736	.0697365	-20.09	0.000	-1.537416 -1.264055
Mat_3SGt_1		5.551509	.2817123	19.71	0.000	4.999362 6.103655
_cons		1.091671	.0579158	18.85	0.000	.9781578 1.205184

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)SGt
Standard: D.TDL D.REL D.Mat_1 D.Mat_1SGt_1 D.Mat_2 D.Mat_2SGt_1 D.Mat_3 D.Mat_3SGt_1

Instruments for level equation
Standard: _cons

Рис. 24 Результаты оценки параметров модели (4)

```
. test Mat_1 Mat_1SGt_1
```

(1) Mat_1 = 0
(2) Mat_1SGt_1 = 0

chi2(2) = 7277.99
Prob > chi2 = 0.0000

```
. test Mat_2 Mat_2SGt_1
```

(1) Mat_2 = 0
(2) Mat_2SGt_1 = 0

chi2(2) = 780.40
Prob > chi2 = 0.0000

```
. test Mat_3 Mat_3SGt_1
```

(1) Mat_3 = 0
(2) Mat_3SGt_1 = 0

chi2(2) = 591.03
Prob > chi2 = 0.0000

Рис. 25 Тест Фишера для модели (4)

Приложение 7. Результаты оценки параметров модели (5)

```
. xtabond SGt TDL REL Mat_1 Mat_1SGt_1 Mat_2 Mat_2SGt_1 Mat_3 Mat_3SGt_1 BusyCEOt BusyCEOt_Mat, lags(1) twostep artests(2)
```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs = 258
Group variable: comp Number of groups = 43
Time variable: year
Obs per group: min = 6
avg = 6
max = 6

Number of instruments = 32 Wald chi2(11) = 75187.20
Prob > chi2 = 0.0000

Two-step results

	SGt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SGt						
L1.		-.0284687	.0041319	-6.89	0.000	-.0365671 -.0203703
TDL		-2.73053	.1355842	-20.14	0.000	-2.99627 -2.46479
REL		-1.588296	.1773039	-8.96	0.000	-1.935805 -1.240787
Mat_1		-.1043209	.0616928	-1.69	0.091	-.2252366 .0165948
Mat_1SGt_1		-.1803486	.0063825	-28.26	0.000	-.1928581 -.1678391
Mat_2		-.7041864	.041689	-16.89	0.000	-.7858954 -.6224773
Mat_2SGt_1		-.5383401	.0948195	-5.68	0.000	-.724183 -.3524972
Mat_3		-1.389762	.077502	-17.93	0.000	-1.541663 -1.23786
Mat_3SGt_1		4.635014	.3196317	14.50	0.000	4.008547 5.26148
BusyCEOt		-.510769	.0314909	-16.22	0.000	-.5724899 -.4490481
BusyCEOt_Mat		2.799887	.6556087	4.27	0.000	1.514918 4.084857
_cons		1.148373	.0644179	17.83	0.000	1.022116 1.274629

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.
Instruments for differenced equation
GMM-type: L(2/.)SGt
Standard: D.TDL D.REL D.Mat_1 D.Mat_1SGt_1 D.Mat_2 D.Mat_2SGt_1 D.Mat_3 D.Mat_3SGt_1 D.BusyCEOt D.BusyCEOt_Mat

Рис. 26 Результаты оценки параметров модели (5)

```
. test BusyCEOt BusyCEOt_Mat
```

(1) BusyCEOt = 0
(2) BusyCEOt_Mat = 0

chi2(2) = 283.51
Prob > chi2 = 0.0000

Рис. 27 Тест Фишера для модели (5)

Приложение 8. Результаты оценки параметров модели (6)

```
. xtabond SGt TDL REL Mat_1 Mat_1SGt_1 Mat_2 Mat_2SGt_1 Mat_3 Mat_3SGt_1 BusyBoardt BusyBoardt_MAT, lags(1) twostep artests(2)
```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation Number of obs = 258
Group variable: comp Number of groups = 43
Time variable: year
Obs per group: min = 6
avg = 6
max = 6

Number of instruments = 32 Wald chi2(11) = 14196.69
Prob > chi2 = 0.0000

Two-step results

SGt	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
SGt					
L1.	-.0121938	.0024677	-4.94	0.000	-.0170304 -.0073572
TDL	-1.450425	.0868337	-16.70	0.000	-1.620616 -1.280234
REL	-1.638084	.1179845	-13.88	0.000	-1.86933 -1.406839
Mat_1	.5890907	.0748319	7.87	0.000	.4424229 .7357586
Mat_1SGt_1	-.1671074	.0079462	-21.03	0.000	-.1826817 -.1515332
Mat_2	.1465822	.0605782	2.42	0.016	.027851 .2653133
Mat_2SGt_1	-.6589436	.0877854	-7.51	0.000	-.8309999 -.4868874
Mat_3	-.6368203	.0453064	-14.06	0.000	-.7256193 -.5480214
Mat_3SGt_1	2.554881	.2012073	12.70	0.000	2.160522 2.94924
BusyBoardt	-.3767019	.0131082	-28.74	0.000	-.4023936 -.3510102
BusyBoardt_MAT	7.1256	.3958513	18.00	0.000	6.349746 7.901455
_cons	.7947866	.0384054	20.69	0.000	.7195134 .8700599

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

Instruments for differenced equation

GMM-type: L(2/.)SGt

Standard: D.TDL D.REL D.Mat_1 D.Mat_1SGt_1 D.Mat_2 D.Mat_2SGt_1 D.Mat_3 D.Mat_3SGt_1 D.BusyBoardt D.BusyBoardt_MAT

Рис. 28 Результаты оценки параметров модели (6)

```
. test BusyBoardt BusyBoardt_MAT
```

```
( 1) BusyBoardt = 0
```

```
( 2) BusyBoardt_MAT = 0
```

```
chi2( 2) = 1435.66
```

```
Prob > chi2 = 0.0000
```

Рис. 29 Тест Фишера для модели (6)